

Wellenreiter-Invest



# **Wellenreiter- Jahresausblick 2021**

**Vorwärts in die Vergangenheit**

**©Robert Rethfeld,  
Alexander Hirsekorn**

**Oberursel, im Dezember 2020**

## Inhaltsangabe

	<b>Seite</b>
<b>Editorial</b>	4
 <b>Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2021</b>	
 <b>1. Konjunkturentwicklung</b>	
1.1 Die Situation	6
1.2 Inflation	15
 <b>2. Notenbankpolitik und Anleihen</b>	
2.1 Bilanzsummen	20
2.2 USA	29
2.3 Europa	33
2.4 Asien	35
 <b>3. Der Währungsmarkt</b>	
3.1 US-Dollar-Index	38
3.2 Euro/Dollar	43
3.3 Dollar/Yen	47
3.4 Rohstoff-Währungen	50
3.5 Britisches Pfund	52
3.6 Schweizer Franken	54
3.7 Bitcoin	56
 <b>4. Der Rohstoffmarkt</b>	
4.1 Rohstoffmarkt langfristig	61
4.2 Erdöl	63
4.3 Gold	72
4.4 Kupfer	76
4.5 Weizen	77
 <b>5. Der Aktienmarkt</b>	
5.1 Bewertung	81
5.2 US-Präsidentschaftszyklus	84
5.3 Dekadenmuster	88
5.4 Marktstruktur	90

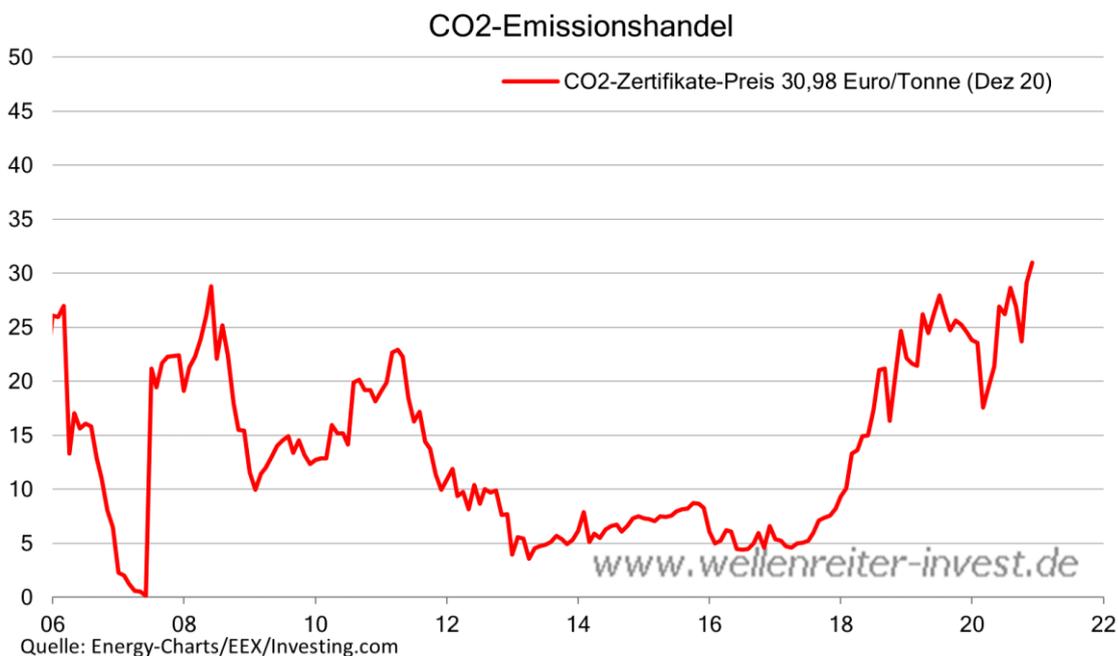
5.5	Sentiment	97
5.6	S&P 500 Sektoren	99
5.7	Leit-Aktienindizes	101
5.7.1	US-Aktienmarkt	101
5.7.2	Europäischer Aktienmarkt	106
5.7.3	Aktienmärkte Asien/Pazifik	111
<b>6.</b>	<b>Fazit für den Finanzmarkt</b>	<b>116</b>
<b>7.</b>	<b>Unsere 10 Thesen für 2021</b>	<b>118</b>
	<b>Disclaimer</b>	<b>120</b>
	<b>Über uns</b>	<b>121</b>
	<b>Abbildungsverzeichnis</b>	<b>122</b>

## Editorial

Eine Pandemie in einem US-Präsidentenwahljahr wurde in der Lebensdauer des Dow Jones Industrial Average (seit 1896) noch nicht verzeichnet. Die Märkte zeigten sich einmal mehr als ein intakter Marktmechanismus, indem sie der Pandemie zwar einen heftigen Einfluss zu billigten. Aber eben auch vorauslaufend sahen, dass sich die Weltwirtschaft erholen würde.

Charles Dow kreierte im Jahr 1884 - weit vor dem DJIA - den Dow Jones Railroad Average. Dieser war zunächst wesentlich bedeutsamer. Er enthielt neun Eisenbahngesellschaften, eine Dampfschiffahrtsgesellschaft und ein Geldtransferunternehmen. Eisenbahnunternehmen waren die großen Unternehmen der Gründerzeit. Sie dominierten die Aktienmärkte. Der Markt diversifizierte sich Ende des 19. Jahrhunderts unter einem hohen Wirtschaftswachstum. Industrieunternehmen rückten in den Fokus. Der Eisenbahnindex wandelte sich zum Transportindex.

Industrien sind gezwungen, einen immer höheren Preis für fossile Energien zu entrichten. Mit Hilfe regenerativer Energien erzeugte Produkte und Dienstleistungen gewinnen hingegen Attraktivität. ESG-konforme Fonds sind auf dem Vormarsch, Banken lassen ihre Fonds-Angebote ökologisch prüfen und zertifizieren. Man kann die Auswahl von Bewertungskriterien kritisieren, aber insgesamt bildet dieser Trend eine unaufhaltsame, die Wirtschaft in den kommenden 10 bis 20 Jahren beschäftigende Welle. Der CO2-Zertifikatspreis auf EU-Ebene steigt politisch gewollt.



Auch andere Regionen der Welt installieren Systeme für Verschmutzungsrechte und/oder erhöhen den Druck in Richtung einer CO2-Reduktion, um gestreckte Klimaziele

erreichen zu können. Heute dominieren FAANG-Aktien, deren Heimat die Nasdaq ist. Der technische Fortschritt lässt den Indizes in ihrer Zusammensetzung keine Ruhe. Im Dezember wird Tesla Motors in den S&P 500 aufgenommen. Der Survival-Bias macht es Fonds-Managern schwer, die Indizes zu schlagen, was wiederum den ETFs Auftrieb gibt.

Positiv erscheint, dass viele jüngere Menschen sich für die Aktienmärkte interessieren und durch einfachere und preiswertere Produkte mit relativ kleinem Geld beginnen können, ohne sich Sorgen um die Gebühren machen zu müssen. Die Markteintrittsbarrieren der Finanzmärkte sind gesunken. Das bedeutet aber auch, dass Bankfilialen, deren häufigste Funktion die Nutzung der sich dort befindenden Geldautomaten ist, Mühe haben, ihre Daseinsberechtigung nachzuweisen. Dies auch vor dem Hintergrund, dass der Zahlungsverkehr bargeldloser wird.

Wir wünschen Ihnen bei der Lektüre unseres Jahresausblicks 2021 (unser 17. gemeinsam verfasster Jahresausblick) viel Vergnügen und gewinnbringende Erkenntnisse für Ihre eigene Anlagestrategie im neuen Jahr und in der neuen Dekade.

### **Oberursel, im Dezember 2020**

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn  
Wellenreiter-Invest

# Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2021

## 1. Konjunkturentwicklung

### 1.1 Die Situation

Die Corona-Pandemie beherrschte im Jahr 2020 global die Schlagzeilen. Marktreife Impfstoffe sorgen für Zuversicht, dass die Corona-Pandemie im Laufe des Jahres 2021 überwunden werden kann und frühere Lebensgewohnheiten wie das Reisen oder der Besuch von Konzerten wieder aufgenommen werden können.

Pandemien 1918/19, 1957/58 und 2020/21 - Verlaufskurven

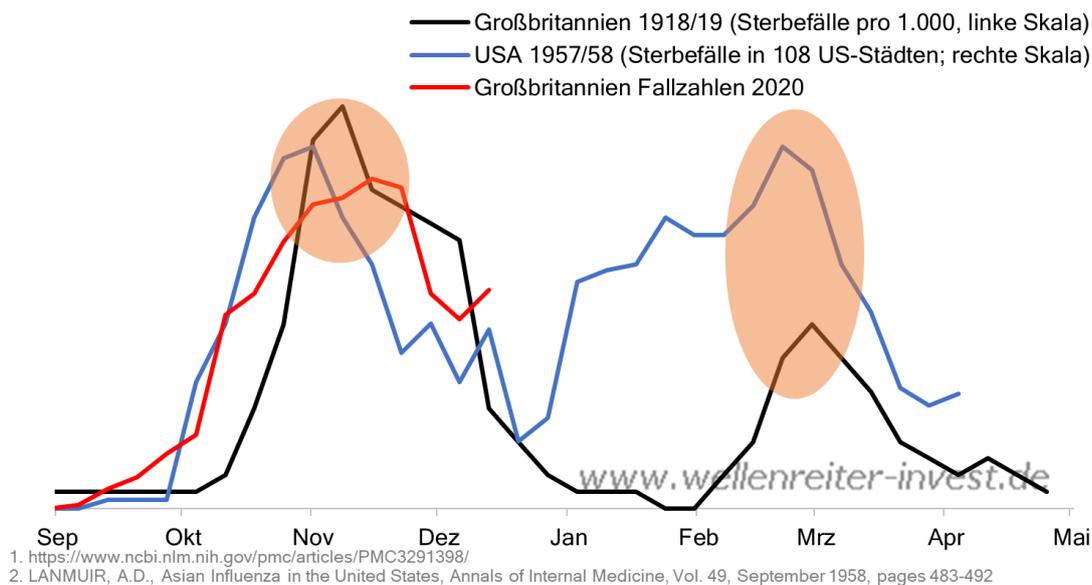


Abb. 1.1: Pandemien 1918, 1957 und 2020

In der Zeitphase der Spanischen Grippe waren drei Wellen zu beobachten. Die dritte Welle hatte ihren Höhepunkt Ende Februar/Anfang März. Die wirtschaftliche Entwicklung wird in den letzten Wochen in Europa und in Nordamerika durch Beschränkungen gedrosselt. Einige europäische Staaten haben im Herbst einen neuerlichen Lockdown erlebt, Deutschland ist zum Jahreswechsel auf dem Weg dahin.

In den USA wird Joe Biden am 20. Januar 2021 zum 46. US-Präsidenten vereidigt. Eine seiner ersten Amtshandlungen könnte auch in den USA eine Aufforderung zu einem neuerlichen Lockdown sein, da die Zeitphase Ende Januar/Februar als kritisch einzustufen ist. Diese Maßnahmen bremsen die Wirtschaftstätigkeit temporär und führen zu rezessiven Bewegungen, die allerdings von kurzer Zeitdauer sind. Am Aktienmarkt bildeten sich in 2020 als Folge dieser temporären Einschnitte V-förmige Muster.

Insofern besteht in den ersten Wochen des neuen Jahres die Gefahr, dass das alte Thema des Jahres 2020 noch einmal kurz auftaucht, bevor die Hoffnung auf ein Überwinden der Pandemie durch die zugelassenen Impfstoffe das Regime endgültig übernimmt und die Wirtschaftstätigkeit zunehmen wird.

Das Bruttoinlandsprodukt der USA dürfte im Jahr 2020 um etwa 3,5 Prozent gefallen sein. Im Euroraum dürfte das Minus 7,2 Prozent betragen. China könnte +2 Prozent erreichen.

Quartalszahlen können die tatsächliche BIP-Bewegung eines Pandemiejahres nur unzureichend wiedergeben. Der wöchentliche Wirtschaftsindex der New York Fed ist eng getaktet. Er kann erklären, warum die Aktienmärkte nach dem März-Einbruch eine kontinuierliche Aufwärtsreaktion gezeigt haben.

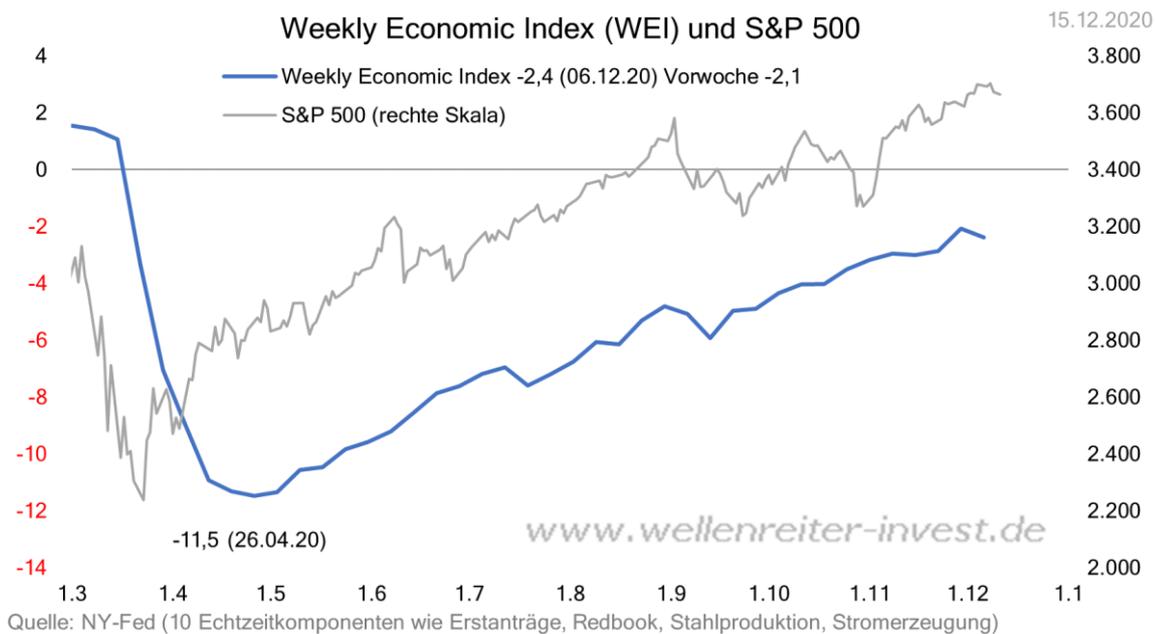


Abb. 1.2: Weekly Economic Index

Die US-Einkaufsmanager-Indizes befinden sich mit 59,3 Punkten (verarbeitendes Gewerbe) und 56,6 Punkten (Dienstleistungssektor) in einem Aufwärtstrend. Die Tiefpunkte aus dem März 2020 erwiesen sich als zyklisch wichtige Wendepunkte. Werte über 50 Punkte bezeichnen eine Phase der wirtschaftlichen Expansion, Werte darunter bedeuten Schrumpfung.

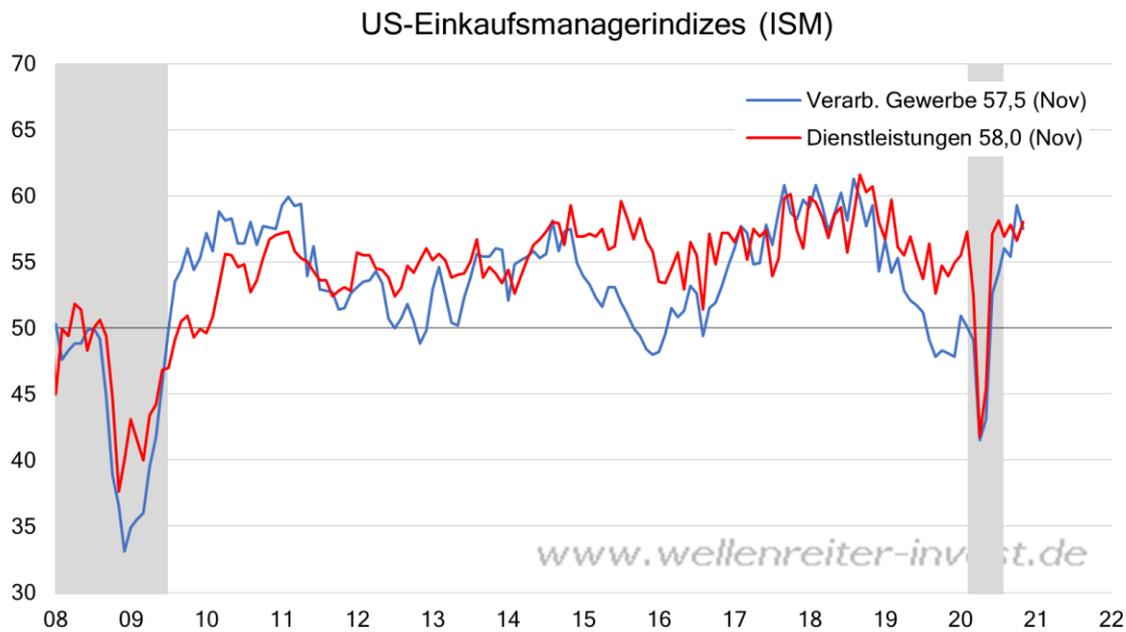


Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes

Seit dem Jahr 2018 zeigte der Chart eine deutliche Schwäche des Industriesektors gegenüber dem Dienstleistungssektor. Die sogenannte „Industrie-Rezession“ setzte insbesondere der Exportindustrie zu. Dies trübte die BIPs exportorientierter Länder wie Deutschland oder Japan.

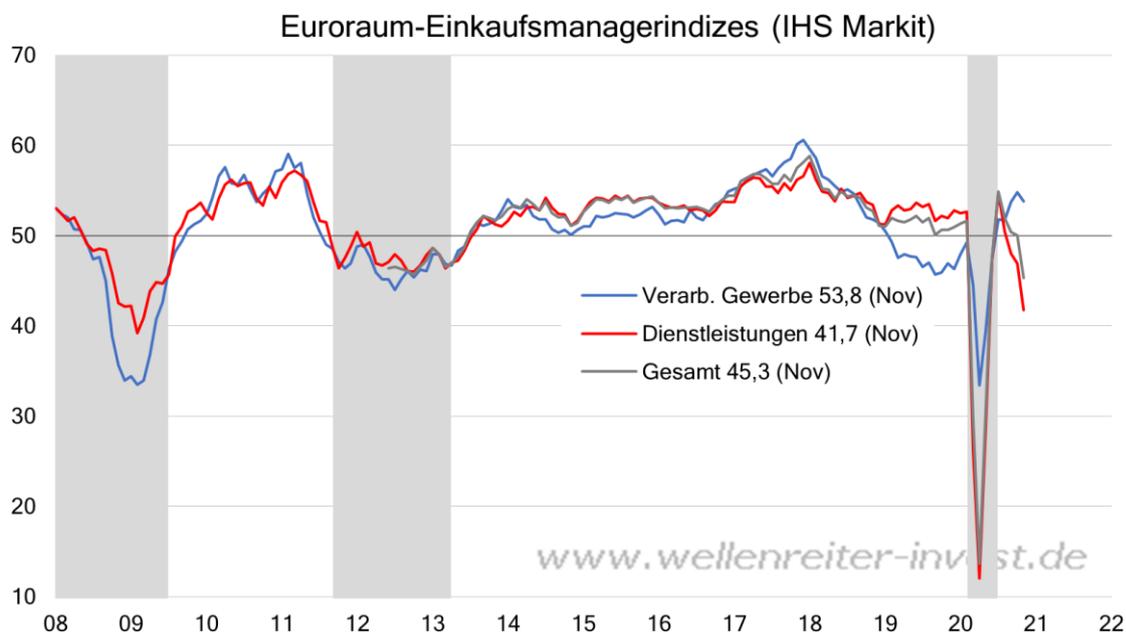


Abb. 1.4: Markt Eurozone Composite PMI

Die Erholungsphase nach der Pandemie zeigt eine Divergenz zwischen dem sich gut erholenden verarbeitenden Gewerbe und einem schwächeren Dienstleistungssektor. Die Situation hat sich gegenüber dem Jahr 2019 umgekehrt. Der schwächere Dienstleistungssektor ist eine Folge des Herbst-Lockdowns. Auch im ersten Quartal 2021 ist

noch mit Einschränkungen des alltäglichen Lebens zu rechnen, so dass der Dienstleistungssektor erst ab dem Frühjahr ein Comeback feiern sollte.

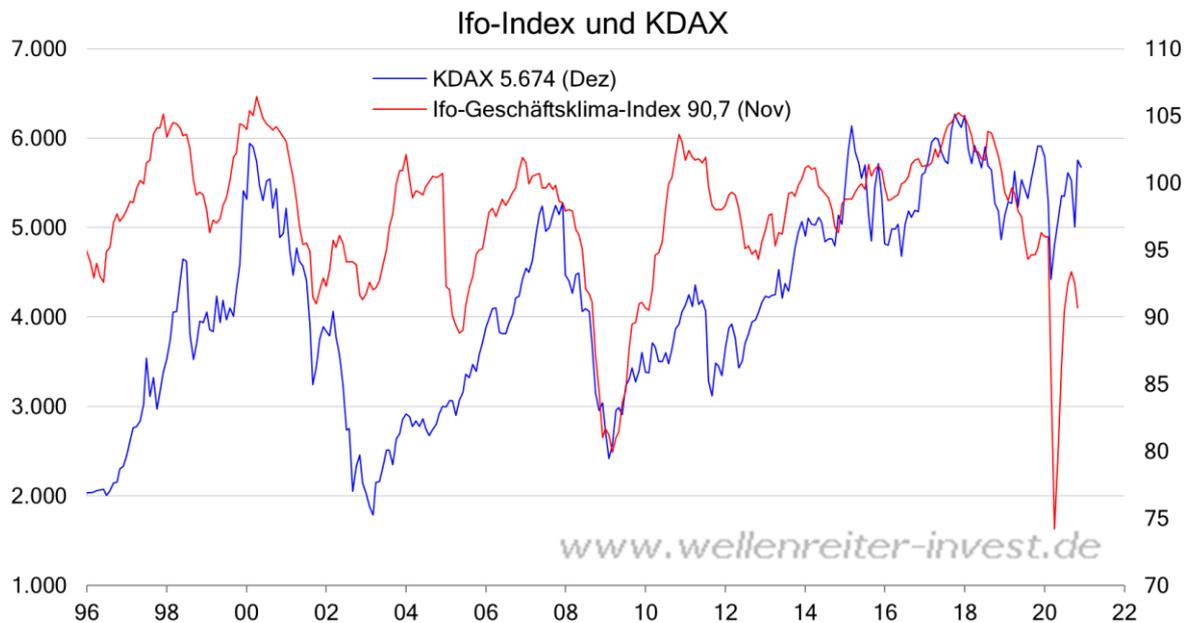


Abb. 1.5: IFO-Index und KDAX

Der ifo-Index weist einen schwächeren Erholungspfad als der DAX auf, erscheint aber grundsätzlich konstruktiv. Zuletzt lag der ifo-Index über den Erwartungen der Analysten. Er liegt historisch auf einem niedrigen Niveau. Wichtige Hochpunkte im DAX ergaben sich bei Niveaus des Ifo-Index um 105 Punkte in den Jahren 1998, 2000, 2007, 2011 und Ende 2017/Anfang 2018.

Ein solches euphorisches Niveau dürfte der DAX frühestens im zweiten Halbjahr 2021 oder 2022 erreichen. Deutschlands Konjunktur wird zudem im Jahr 2021 durch mehr Arbeitstage beflügelt werden – wichtige Feiertage fallen auf einen Samstag (1. Mai, 1. Weihnachtsfeiertag) oder einen Sonntag (Tag der deutschen Einheit, 2. Weihnachtsfeiertag). Dies gilt ebenso für regionale Feiertage wie den 15.08. und 31.10., die auf einen Sonntag fallen.

Nach dem Frühjahrs-Lockdown hat der Frachtverkehr sowohl auf der Straße als auch der Flugverkehr deutlich zulegen können. Der Flughafen Frankfurt meldete für den Oktober 2020 erstmals wieder einen Anstieg des Luftfrachtverkehrs über die Werte vom Vorjahresmonat. Auch der LKW-Verkehr auf den deutschen Autobahnen befand sich zum Jahresende 2020 auf einem Allzeithochniveau. Der LKW-Maut-Fahrleistungsindex zeigt dies.

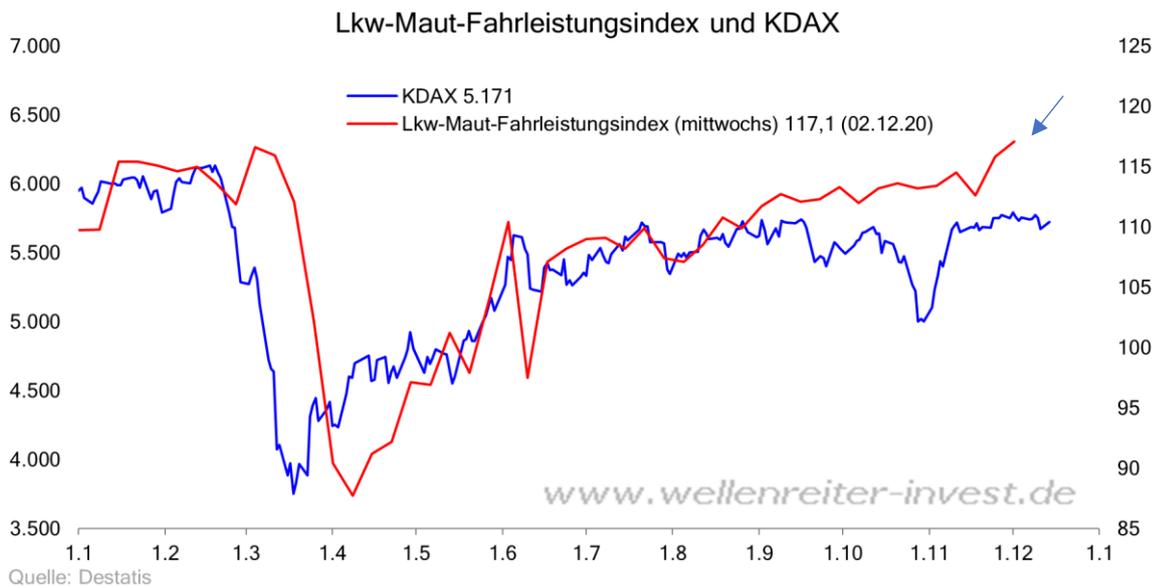


Abb. 1.6: LKW-Maut-Fahrleistungsindex und KDAX

Der LKW-Maut-Fahrleistungsindex ist durch Feier- und Urlaubstage nicht immer vergleichbar. Wir haben festgestellt, dass eine Konzentration auf den Wochentag Mittwoch Fehlsignale reduziert. Auf dem Chart ist zu sehen, wie sehr der LKW-Verkehr im Herbst zugenommen hat. Der Index hat bereits das Vor-Corona-Niveau übertroffen. Dies bestätigt die starken Zahlen des Industriesektors. Der Trend zu Online-Bestellungen dürfte den LKW-Verkehr zusätzlich erhöhen.

Insbesondere Deutschland profitiert von einem industriellen Boom-Zyklus. Der chinesische Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes notierte im Oktober 2020 bei 53,6 Punkten. Der Dienstleistungsindex notiert bei 56,8 Punkten.

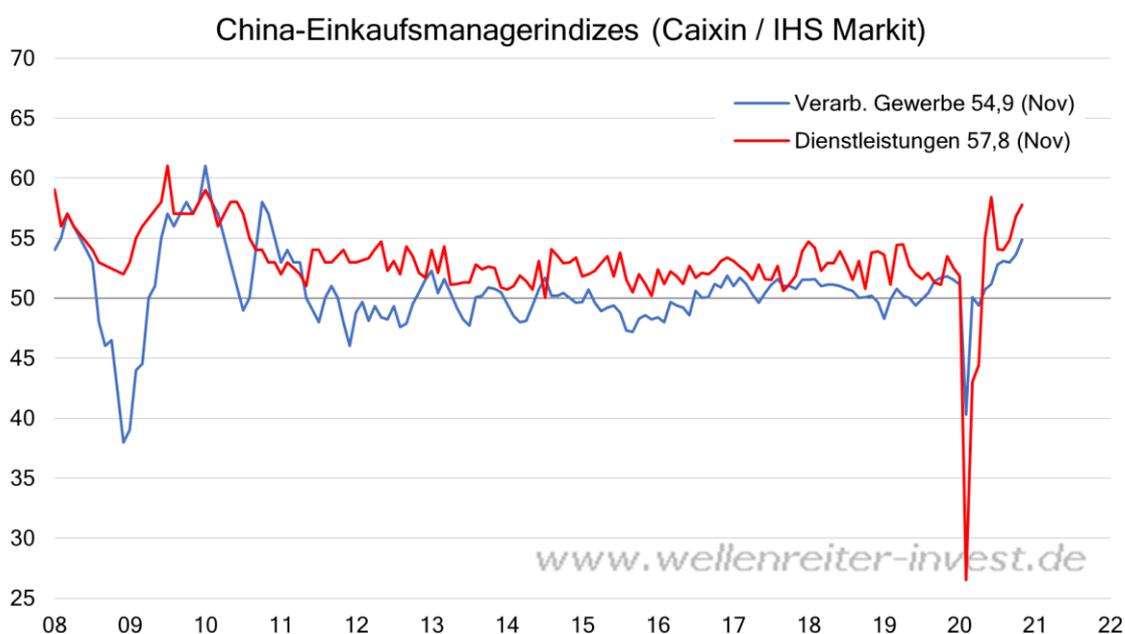


Abb. 1.7: Caixin China PMI

Beide chinesischen Indizes liegen höher als in den Vorjahren, so dass Chinas Volkswirtschaft momentan eine positive Entwicklung mit einem überdurchschnittlichen Wachstum anzeigt.



Abb. 1.8: Renditen China

Die Zinsstrukturkurve Chinas ist positiv und deutet weiterhin deutliches Wachstum an, auch wenn temporäre Störungen durch Lockdowns negative Rückkopplungseffekte nicht verhindern können und nach der V-förmigen Erholung der chinesischen Renditen eine Pause des Renditeanstiegs eintreten dürfte.

Nicht nur in Europa, sondern auch in den USA treiben die gesunkenen Zinsen den Immobilienmarkt an. Die Zahl der US-Baugenehmigungen stieg im Oktober auf 1,54 Mio. und erreicht damit ein neues Verlaufshoch.



Abb. 1.9: US-Baugenehmigungen

Die Baugenehmigungen erholen sich seit der Finanzkrise, sie erreichen bisher nicht das Niveau früherer Spitzen. Das Vor-Corona-Niveau wurde wieder erreicht. Ein noch optimistischeres Bild vermittelt hingegen ein Stimmungsindikator. Der NAHB-Hausbau-Index befindet sich mit 90 Punkten deutlich oberhalb früherer Hochpunkte.

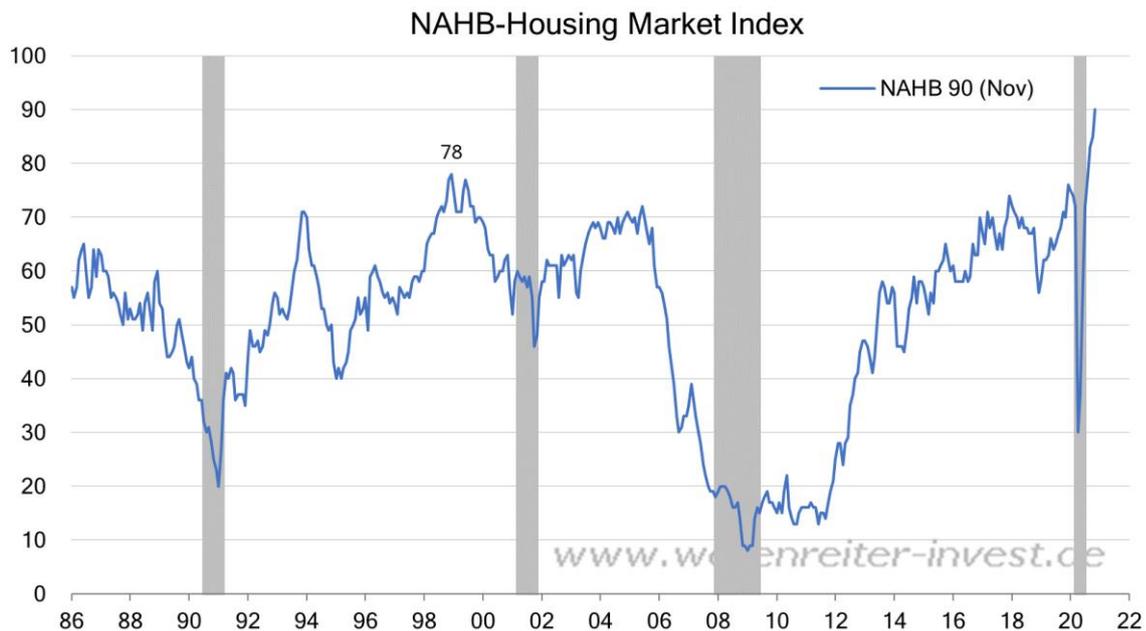


Abb. 1.10: NAHB-Housing Market Index

Die niedrigen Renditen lassen die Kassen der US-Hausbauunternehmen klingeln. Der Punkt, an dem sich die Laune nicht mehr bessern kann, scheint jedoch erreicht oder zumindest nahe zu sein. Die Stimmung toppte historisch vor einer US-Rezession. Der Vorlauf betrug im Falle der Finanzkrise zwei Jahre. Insofern ist die gute Stimmung am Ende des Jahres 2020 kein Indiz für eine neuerliche US-Rezession im Jahr 2021.

Die US-Zinsstrukturkurve hatte in den letzten 50 Jahren wertvolle Hinweise im Vorfeld einer US-Rezession geben können. Die Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Anleihen erreichte ihre größte Inversion Ende August 2019. So kündigte sie die Rezession des Jahres 2020 an.

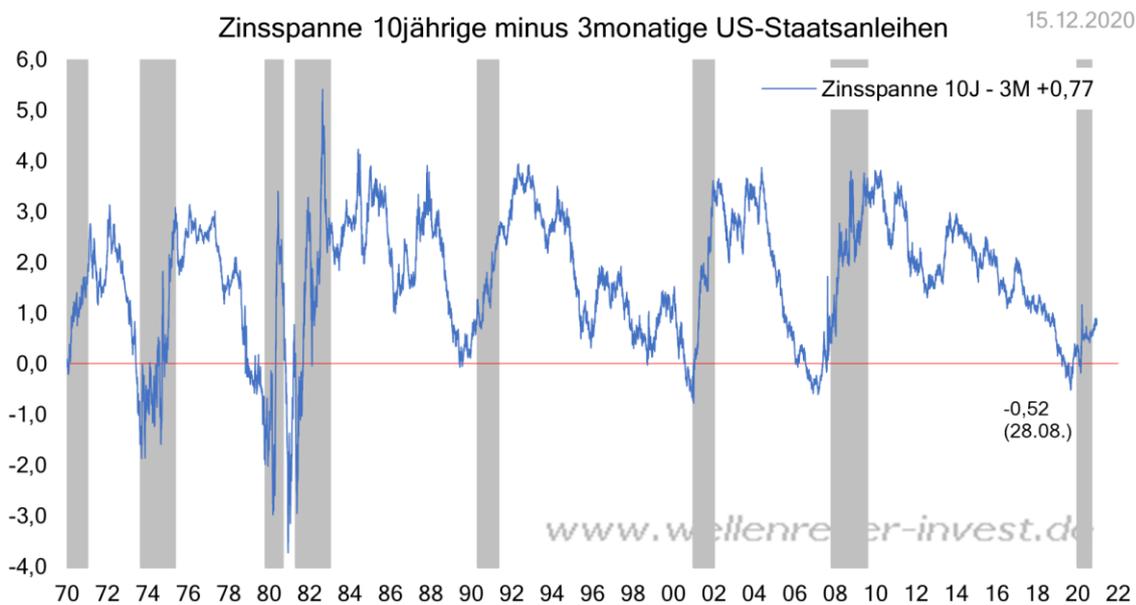


Abb. 1.11: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen

Man kann trefflich darüber streiten, ob das Jahr 2020 auch ohne Covid-19 rezessiv verlaufen wäre. Die Zinsstrukturkurve sagt ja. Diese notiert jetzt auf der Positivseite, allerdings fällt der Anstieg im Gegensatz zu früheren Zyklen nicht sehr dynamisch aus. Diese Entwicklung ist auch der angekündigten Politik der US-Notenbank geschuldet, die bereits im Sommer 2020 ein Festhalten der Niedrigzinspolitik bis Ende 2022 verkündet hat.

Rezessionen sind „flüchtige Gesellen“, deren Häufigkeit begrenzt ist. Zuletzt trat in einem Zeitabstand von 7 bis 8 Jahren eine US-Rezession auf. Man könnte das Auftreten einer Doppelrezession diskutieren. Eine solche wurde zuletzt in den Jahren 1980 bis 1983 registriert. Damals löste die Volker'sche Inflationsbekämpfung (Anhebung des US-Leitzinses) eine Anschlussrezession aus. Diese Diskussion wäre verfrüht, da eine Bremspolitik nicht vor dem Ende der Corona-Pandemie zu erwarten ist.

Legt man die Zinsspanne 10 Jahre minus 3 Monate ein Jahr zeitversetzt über das US-BIP, so offeriert diese eine vorauslaufende Indikation für die Entwicklung des US-BIPs (folgender Chart).

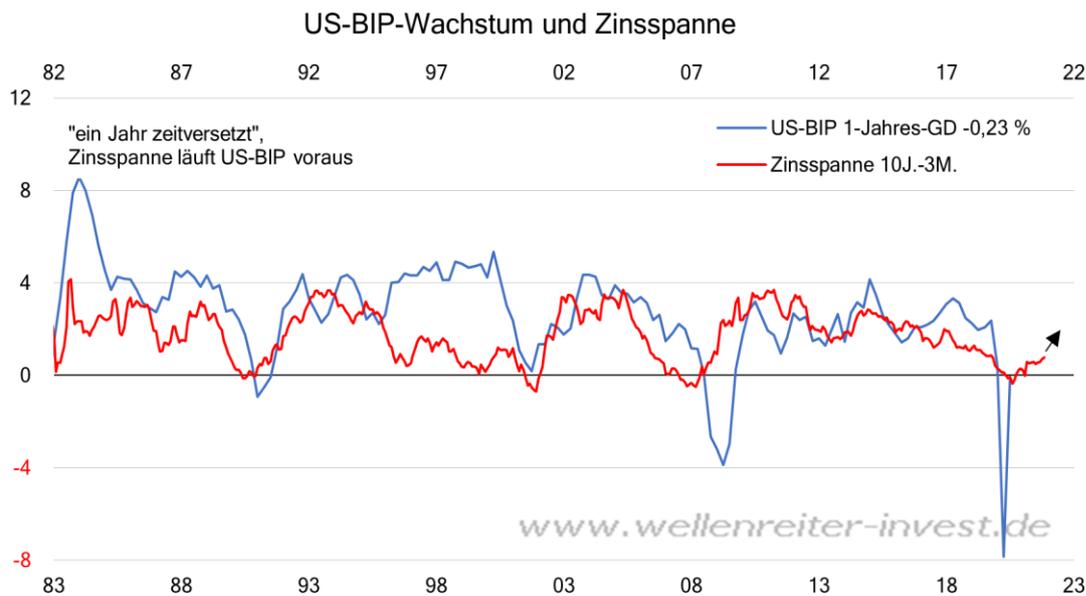


Abb. 1.12: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne

Dieser Indikator hatte für das Jahr 2020 eine wirtschaftliche Abkühlung vorhergesagt. Eine solche trat in den USA ein, wenngleich bedingt durch die Lockdown-Maßnahmen in einer nie zuvor gesehenen Intensität und Kürze der Kontraktion. Für das Jahr 2021 verspricht die US-Zinsstrukturkurve eine Verbesserung der US-Wirtschaftstätigkeit, allerdings keine sehr hohen Wachstumsraten.

Ein weiteres Konjunkturpaket zur Unterstützung geschlossener Geschäfte und aufgrund hoher Arbeitslosenzahlen wird seit Monaten verhandelt und schrumpft in den letzten Wochen im Umfang. Ein solches Programm im Umfang von etwa 1.000 Mrd. US-Dollar dürfte aber in absehbarer Zeit auf den Weg gebracht werden und die US-Konjunktur stimulieren.

### Fazit

Nach der scharfen Rezession im Jahr 2020 erholen sich die globalen Volkswirtschaften. Staatlich eingeleitete Beschränkungen des alltäglichen Lebens führen zu neuen temporären Abschwüngen. Im November und Dezember 2020 ist diese Entwicklung primär in einigen europäischen Ländern zu beobachten. Diese Einschränkungen dürften auch im ersten Quartal 2021 einen dämpfenden Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung nehmen. Dies dürfte auch für die USA gelten. Die Vorzeichen für eine neue Expansionsphase der globalen Volkswirtschaften stehen auch durch den Einsatz von verfügbaren Impfstoffen günstig, die Zinsstrukturkurven sind positiv und lassen erhöhte Wachstumsraten erwarten. Diese Wachstumsimpulse werden vom Kapitalmarkt bereits antizipiert.

## 1.2 Inflation

In Europa setzte mit Beginn der Industrierezession im Herbst 2018 eine Phase rückläufiger Inflationsraten ein. Die Corona-Krise beschleunigte den Fall in eine Deflation (-0,3% November 2020). Die Kerninflation liegt bei +0,4 Prozent, dem niedrigsten Wert seit Einführung des Euro im Jahr 1998.

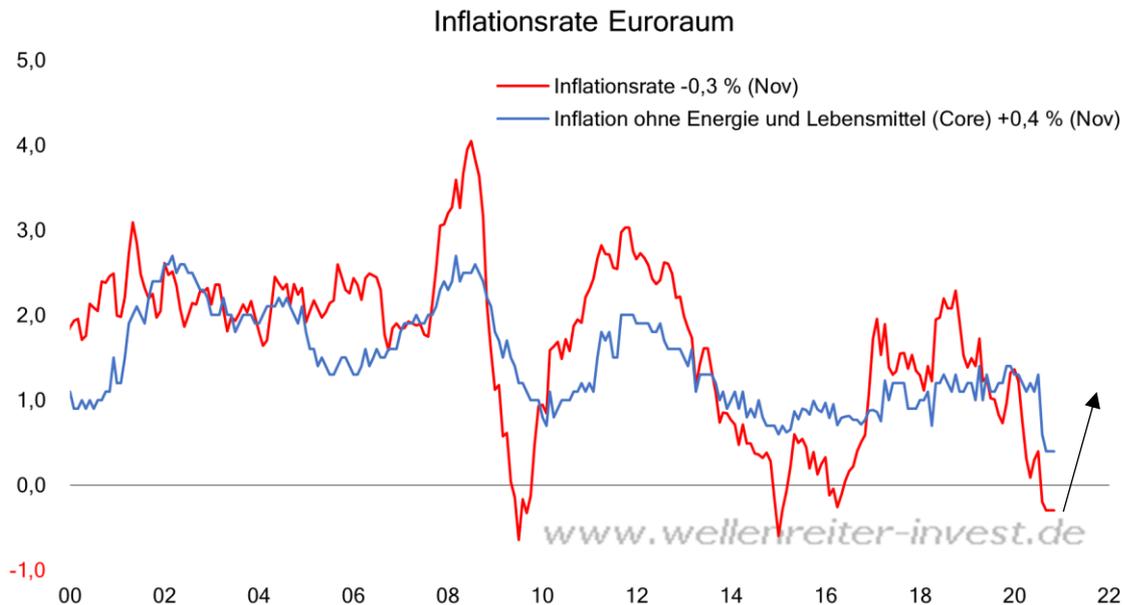


Abb. 1.13: Inflationsrate Euroraum

Die Inflationsrate ist für die EZB zu niedrig, sie strebt ein höheres Niveau von etwa 2 Prozent an. Daher wird sie ihren expansiven Kurs zunächst fortsetzen. Beide Inflationsraten werden sich im Jahr 2021 V-förmig erholen.

Die US-Inflationsrate schaffte im Juli 2020 den Sprung zurück in den Wohlfühlkorridor, d.h. über die 1-Prozent-Marke. Im November 2020 notierte sie bei +1,2 Prozent.



Abb. 1.14: US-Inflationsrate und S&P 500 seit 2000

Die Investmentbank Bank of America hatte in einer Untersuchung errechnet, dass der durchschnittliche Jahresgewinn des S&P 500 bei überdurchschnittlichen 12 Prozent notiert, wenn sich die Inflationsrate im Rahmen ihres Wohlfühlkorridors (zwischen 1 und 3 Prozent) bewegt. Aus Sicht der zu erwartenden Inflation bewegt sich der S&P 500 in einem vorteilhaften Umfeld. Das Erreichen der Marke von 3 Prozent wurde zuletzt 2018 erreicht und stoppte den Anstieg des US-Aktienmarktes.

Die 5-Jahres-Breakeven Inflationsrate beschreibt die Differenz der Rendite 5jähriger US-Staatsanleihen zu 5jährigen inflationsgeschützten Anleihen (TIPS). Sie hat sich V-förmig erholt und steigt zuletzt auf neue Bewegungshochs an.

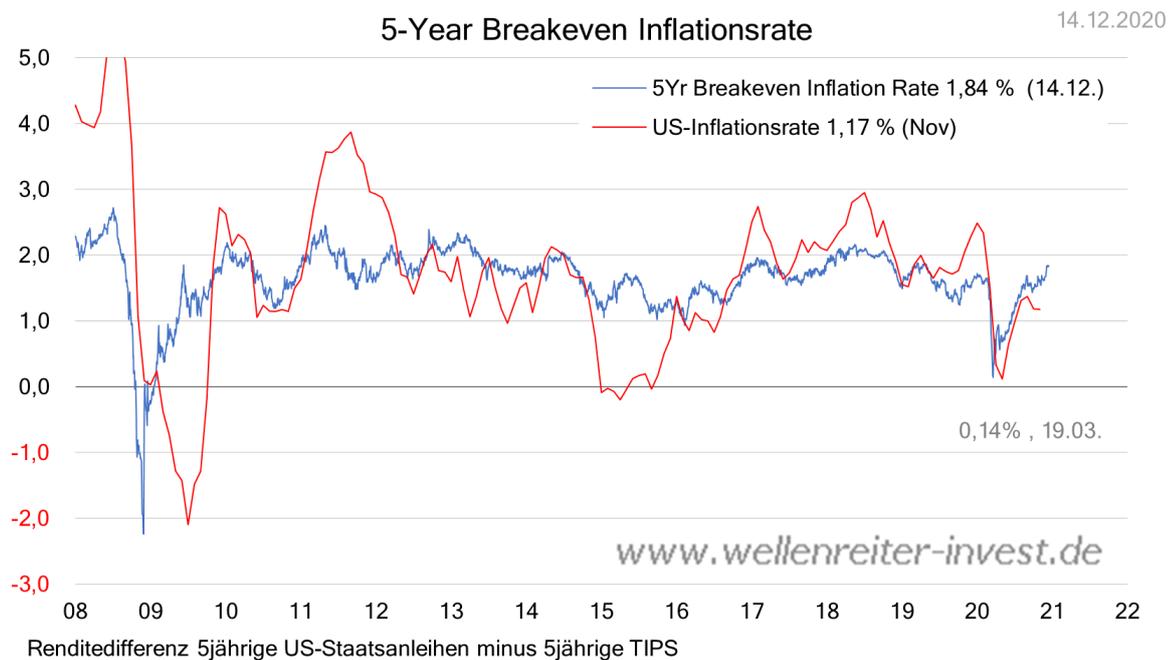


Abb. 1.15: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate

Die Inflationserwartungen der Investoren steigen, aus Marktsicht kritisch wäre allerdings nur ein Ausbruch aus der Handelsspanne der letzten Dekade. Dafür müsste sie über 2,3 Prozent ansteigen. Diese Methode hat den Vorteil einer Marktpreisbetrachtung. Sie basiert nicht auf Umfragen oder Einschätzungen.

Die Inflationsprognosen für die USA und Europa haben wir bis einschließlich September 2021 erstellt. Eine längerfristige Vorhersage erscheint auf Monatsbasis wenig sinnvoll. Da die US-Inflationsrate im März und April 2020 deutlich rückläufig war, rechnen wir für das Frühjahr mit einem basiseffektbedingten Anstieg mit einem Hoch in die Nähe von 3 Prozent (Mai 2021).

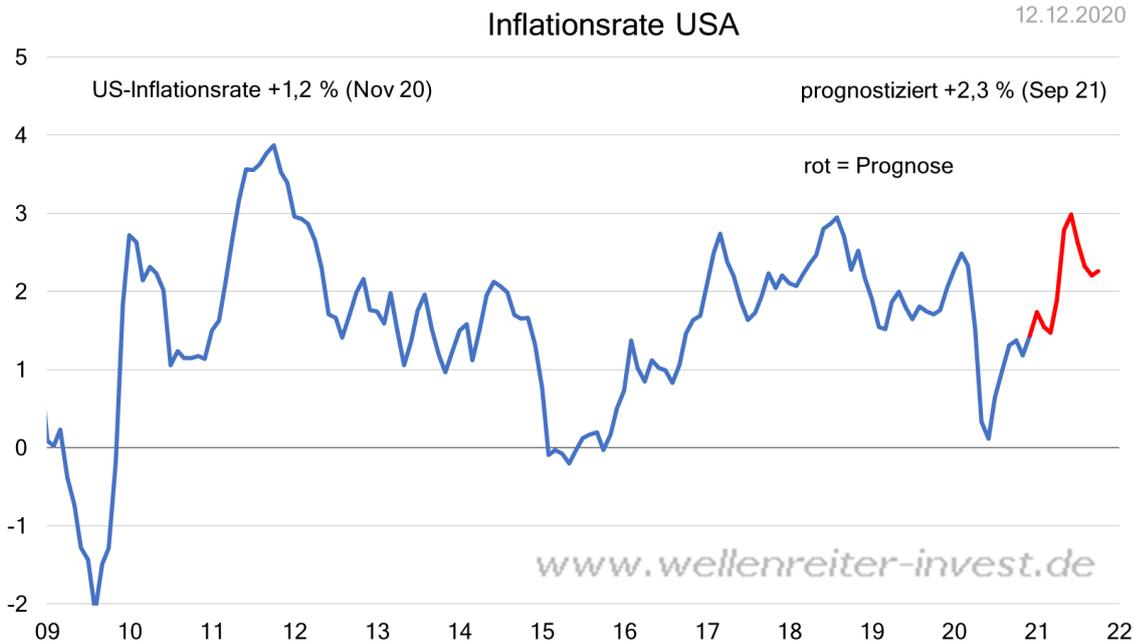


Abb. 1.16: Inflationsrate USA

Wie zuvor erwähnt, könnte das Erreichen der Marke von 3 Prozent (Mai 2021) für den US-Aktienmarkt einen potenziellen Stolperstein darstellen.

Die Euroraum-Inflationsrate sollte in 2021 einen deutlichen Sprung machen. Zum einen steigen die Tankstellenpreise für Benzin und Diesel um etwa 8 Cent pro Liter, da im Januar 2021 eine CO<sub>2</sub>-Bepreisung in Europa einsetzt. Im kommenden Jahr wird CO<sub>2</sub> mit 25 Euro/Tonne bepreist und in den Folgejahren deutlich teurer werden.

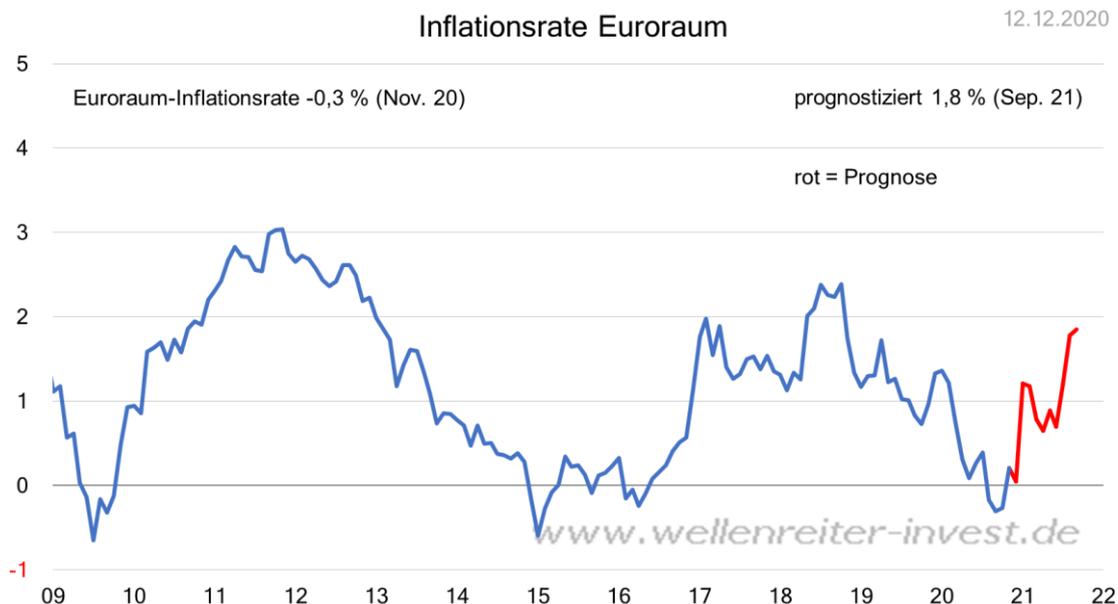


Abb. 1.17: Inflationsrate Euroraum

Zum anderen wird in Deutschland ab Januar 2021 die Mehrwertsteuer von 16 auf 19 Prozent erhöht, dieser Basiseffekt wirkt im zweiten Halbjahr ab Juli. Im Jahr 2021 werden demnach politische Gründe für einen etwas stärkeren Anstieg der Inflationsrate verantwortlich sein.

Die von der EZB gewünschte Marke von 2 Prozent rückt bis zum Jahresende 2021 in Reichweite, dürfte aber nicht in Gänze erreicht werden.

Eine stärkere Bremspolitik wäre nur dann nach dem Ende der Pandemie zu erwarten, wenn sich die massive Ausweitung der Geldmenge in einer höheren Inflationsrate niederschlagen sollte.



Abb. 1.18: US-Geldmengenwachstum M2 (Prozent)

In den 1970er Jahren reagierte die Inflationsrate mit einer Verzögerung von drei Jahren auf deutliche Geldmengenausweitungen. Der auslösende Punkt war ein stark steigender Ölpreis mit einer Hausse der Rohstoffpreise.

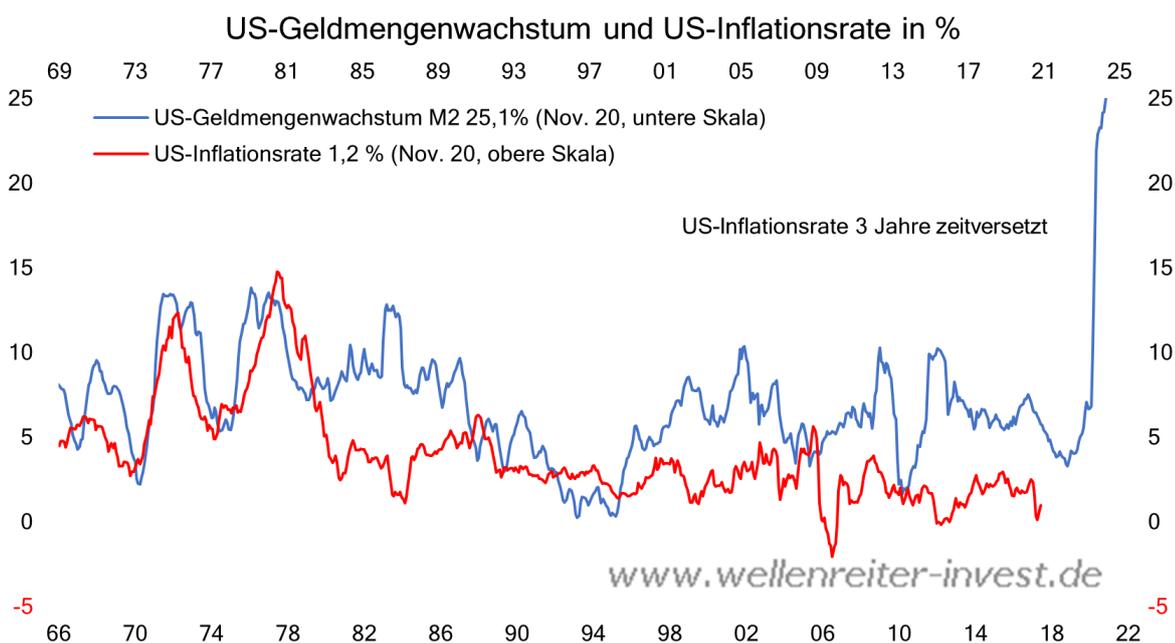


Abb. 1.19: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate

Insofern hätte der Markt noch deutlich Zeit, sich auf eine inflationär getriebene Rezession einzustellen. Sie würde nicht vor dem Jahrescluster 2022/23 beginnen. Wir gehen im Kapitel der Rohstoffe der Frage nach, inwiefern die Rohstoffpreise für eine Überraschung einer höheren Inflation in 2021 sorgen können.

### **Fazit**

Ein allmähliches Aufkommen der Inflation sollte anfangs noch unproblematisch sein, aber die Zentralbanken zum Nachdenken über eine Abmilderung der QE-Maßnahmen zwingen. Tendenziell sollten die Inflationsraten im Euroraum und den USA im Jahr 2021 steigen. Die in Deutschland auftretenden Sondereffekte werden die Euroraum-Inflationsrate im Januar steigen lassen, mit einem zweiten Effekt ab Juli. Inflationsraten, die über die 3-Prozent-Marke (USA) bzw. 2 Prozent-Marke (Europa) hinausgehen, erwarten wir zunächst nicht.

## 2. Notenbankpolitik und Anleihen

Im ersten Halbjahr 2020 waren alle globalen Notenbanken extrem aktiv. Eine Vielzahl an Leitzinssatzsenkungen (190) kombiniert mit umfangreichen Wertpapierkaufprogrammen waren zu beobachten. Die US-Notenbank hat den Leitzinssatz um 150 Basispunkte auf 0,25 Prozent gesenkt. Aus dem zuvor zögerlich agierenden FED-Chef Jerome Powell wurde ein dynamisch agierender FED-Chef, der seine Taten mit EZB-Präsidentin Christine Lagarde abstimmte. Das entschlossene Agieren der Notenbanken wollen wir noch einmal mit Charts aufzeigen und die Implikationen für das Jahr 2021 benennen.

### 2.1. Bilanzsummen

#### **Aktivseite**

Die Europäische Zentralbank legte zusätzlich zu ihrem seit dem Jahr 2015 laufenden Asset Purchase Programme (APP) im März 2020 ein Notfall-Programm auf (PEPP). PEPP und APP lassen eine Spitze von April bis Juni 2020 erkennen. In jedem dieser Monate erwarb die EZB Wertpapiere in der Summe von 140 und 160 Mrd. Euro. Im Jahr 2019 war die EZB in einigen wenigen Monaten sogar Netto-Verkäufer.

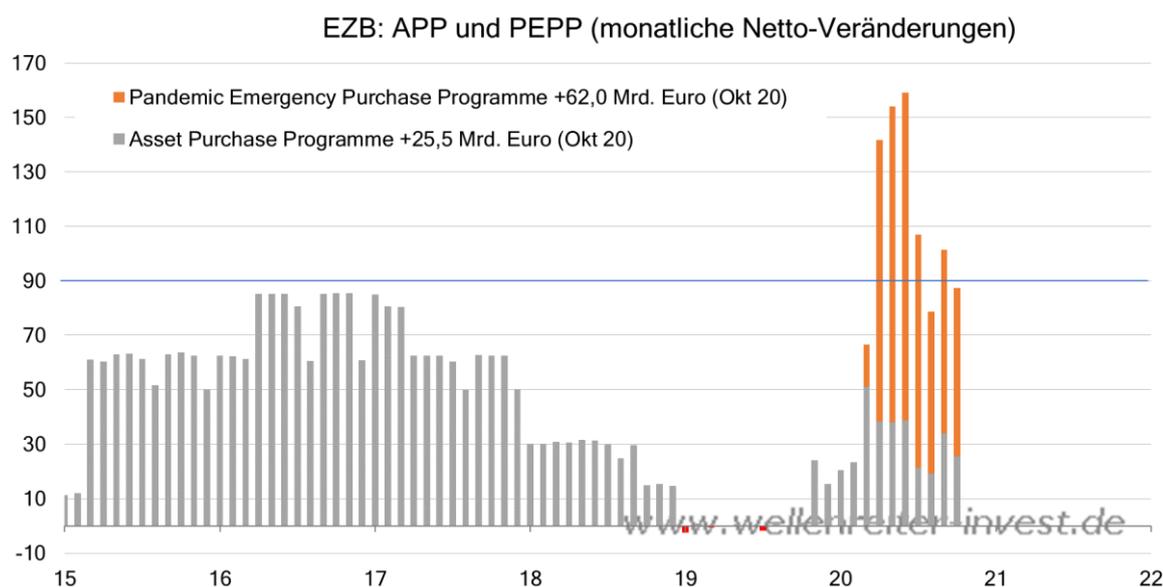


Abb. 2.1: EZB APP und PEPP

Die Käufe bewegten sich im Oktober 2020 im Bereich von 88 Mrd. Euro. Damit liegen sie auf dem Niveau der Spitzenmonate des Jahres 2016. Somit fallen sie nicht mehr aus jedem Rahmen. Auf ihrer Sitzung im Dezember 2020 hat die EZB eine Ausweitung ihres PEPP-Programmes um 500 Mrd. Euro mit einer Laufzeit bis März 2022 angekündigt. Das Vorgehen der EZB bei ihren monatlichen Transaktionen ist von einer gewissen Konstanz geprägt. Diese Konstanz sorgt für Vertrauen bei den Investoren.

Daher ist zu erwarten, dass die EZB im Jahr 2021 ihre angekündigten Kaufvolumina auch tätigen wird - zunächst etwa 90 Mrd. Euro monatlich. Sofern sich die Folgen der Pandemie im Laufe des zweiten Quartals stark verringern werden, ist denkbar, dass die EZB das Volumen der Käufe drosseln wird. Sie dürfte dabei wie in der Zeitphase vom Herbst 2017 bis Ende 2018 schrittweise vorgehen und das Kaufvolumen langsam herunterfahren. Diese Strategie wird sie im Rahmen ihrer monatlichen Sitzungen verkünden. Mit einer Verkündung einer „Exit“-Strategie ist nicht vor dem Spätsommer zu rechnen. Dabei könnte auch eine Verlängerung des Programms im reduzierten Umfang beschlossen werden.

Als zusätzliche Maßnahme verdreifachte die EZB die gezielte Unterstützung der Banken mit Hilfe von langfristigen Krediten namens TLTRO (Targeted Long Term Refinancing Operations).

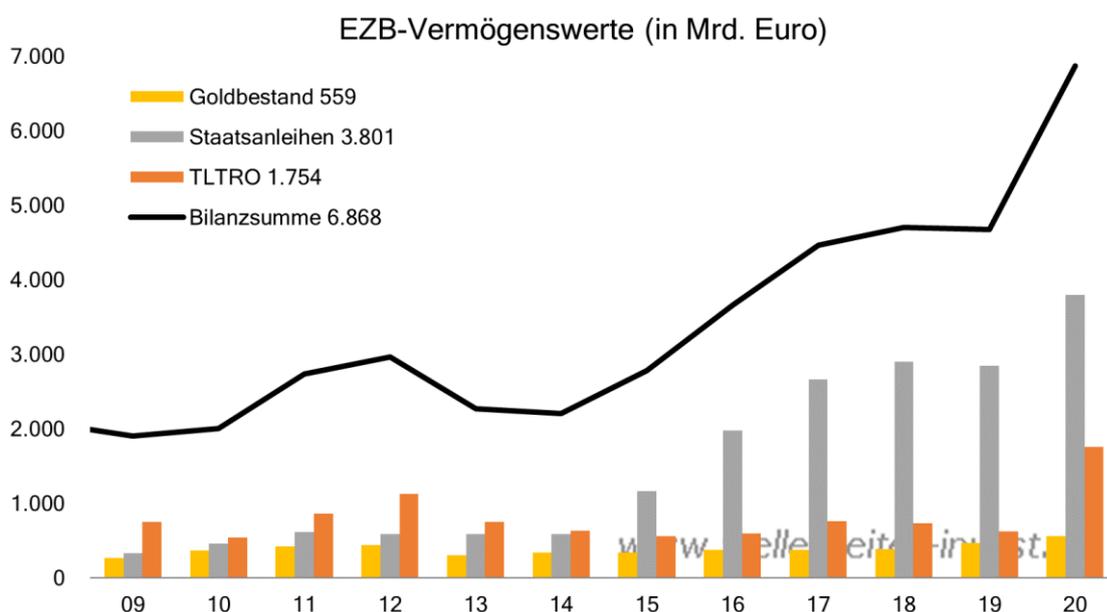


Abb. 2.2: EZB-Vermögenswerte

Die Banken erhalten im Zeitraum von einem Jahr bis Juni 2022 Kredite mit einem Zinssatz von -1% (50 Basispunkte unterhalb des Einlagenzinssatzes) bei der EZB und können diese verwenden, um wiederum der Wirtschaft günstige Kredite anzubieten. Verständlicherweise hat sich dieses Programm als erfolgreich erwiesen, denn die Bank nimmt einen Kredit auf und wird dafür noch mit Zinszahlungen belohnt. Untersuchungen zeigen, dass sich in Folge dieses Prozesses die Transmission von Kapital in die Wirtschaft verbesserte. Die EZB hat auf ihrer Sitzung im Dezember betont, dass sie „günstige Finanzierungsbedingungen erhalten“ möchte und diesen Umstand besonders betont. Diese Formulierung kann als eine Art implizite Zinskurvenkontrolle verstanden werden. Sie hebt sich vom japanischen Weg eines festen quantitativen Niveaus ab.

Die Fed hat den Bestand an US-Staatsanleihen glatt verdoppelt, zuletzt kaufte sie offiziell noch für 80 Mrd. US-Dollar pro Monat. Der Kauf von hypothekenbesicherten Wertpapieren stand Ende März noch im Fokus, hier lautete das Volumen offiziell noch 40 Mrd. US-Dollar pro Monat.

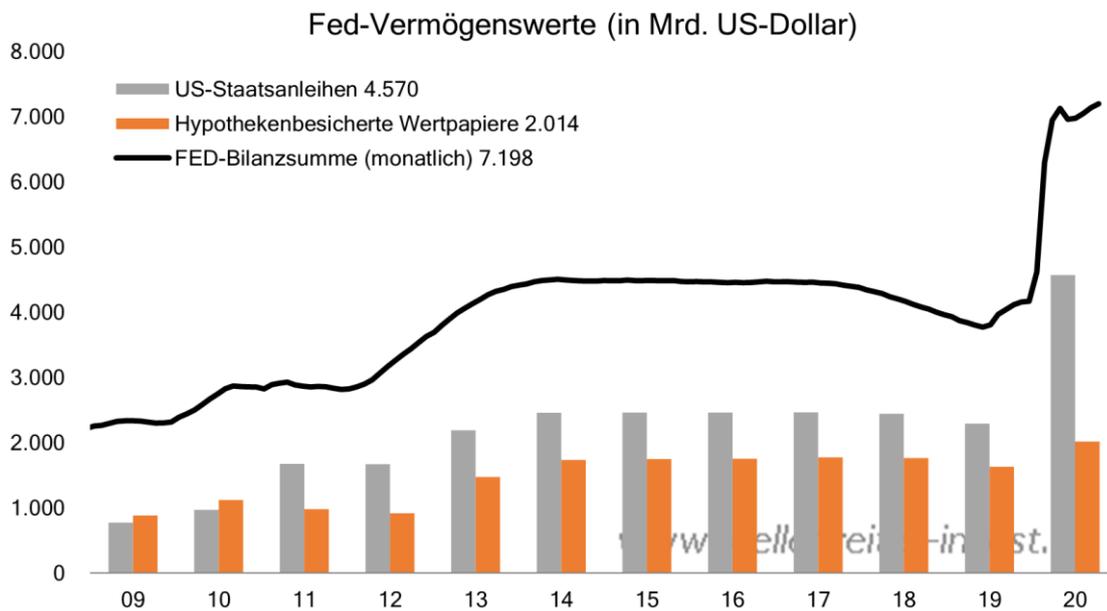


Abb. 2.3: FED-Vermögenswerte

Die wöchentlichen Bilanzsummenveränderungen von EZB und FED seit Anfang Mai lassen sich der folgenden Grafik entnehmen. Bei diesen wöchentlichen Veränderungen ergibt sich ein differenzierteres Vorgehen zwischen der FED und der EZB.

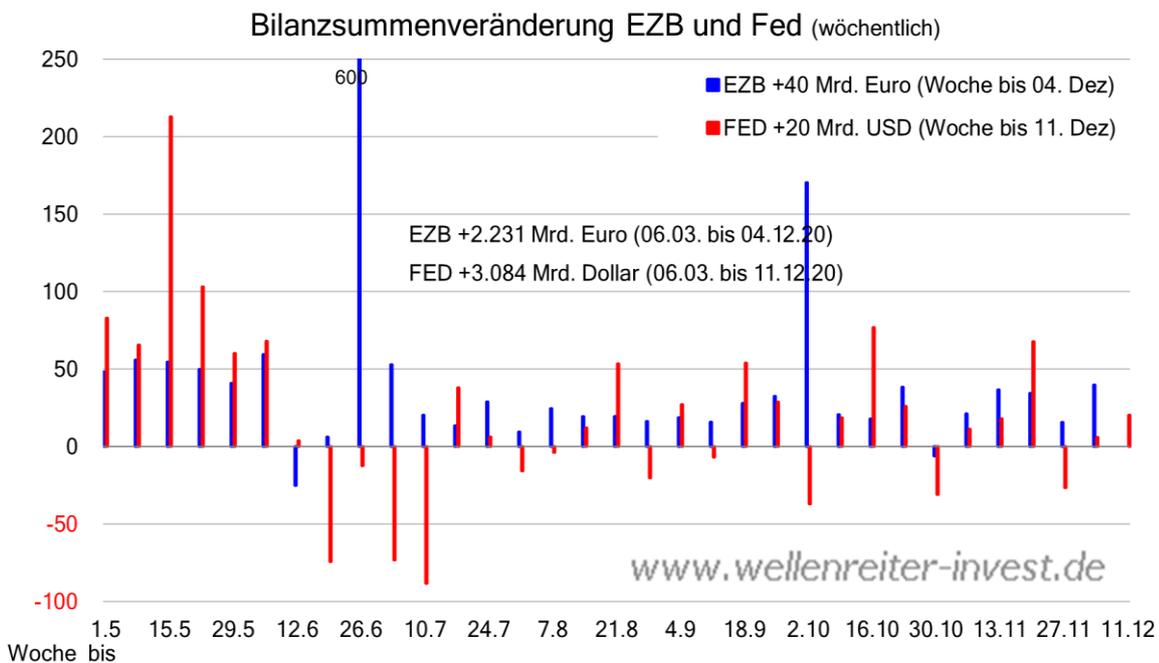


Abb. 2.4: Bilanzsummenveränderung EZB und FED

Die Fed erhöhte ihre Bilanzsumme innerhalb von drei Monaten von 4 auf 7 Billionen US-Dollar. Nachdem der US-Aktienmarkt Anfang Juni seine Aufwärtsbewegung temporär beschleunigte, stoppte die US-Notenbank ihre Käufe und verkürzte ihre Bilanz innerhalb von 4 Wochen um 247 Mrd. US-Dollar. Vom 12.06. bis zum 27.11. hat die FED ihre Bilanz per Saldo nur noch um 47 Mrd. US-Dollar ausgeweitet. Diese Summe ist vernachlässigbar. Die FED hat die Expansion ihrer Bilanzsumme per Saldo gestoppt.

Damit agiert sie völlig anders als die EZB und ist weit weniger berechenbar. Ihr Vorgehen im Juni 2020 kann sich bei einer Übertreibung am US-Aktienmarkt in 2021 wiederholen, so dass sie durch einen Liquiditätsabzug eine korrektive Bewegung im Sinne einer Risk-Off-Bewegung initiiert. Umgekehrt gilt ebenso, dass sie im Falle von nennenswerter Aktienkursschwäche im Rahmen eines möglichen Lockdowns temporär ihr Kaufprogramm ausweiten wird. Im Jahr 2021 ist nicht mit einer nennenswerten Ausweitung ihrer Bilanzsumme zu rechnen. Ein Rückgang der Bilanz wie in 2018 ist aus heutiger Sicht nicht zu erwarten. Eine solche Ankündigung würde sonst eine deflationäre Kapitalmarktbeziehung auslösen.

Ein Aspekt, der in der FED bisher nicht umgesetzt wurde, ist eine Zinsstrukturkurvenkontrolle. Dieses Mittel wurde bereits in den 40iger und zu Beginn der 50iger Jahre umgesetzt, als die Fed die Rendite 10jähriger Staatsanleihen bei 2,5% deckelte.

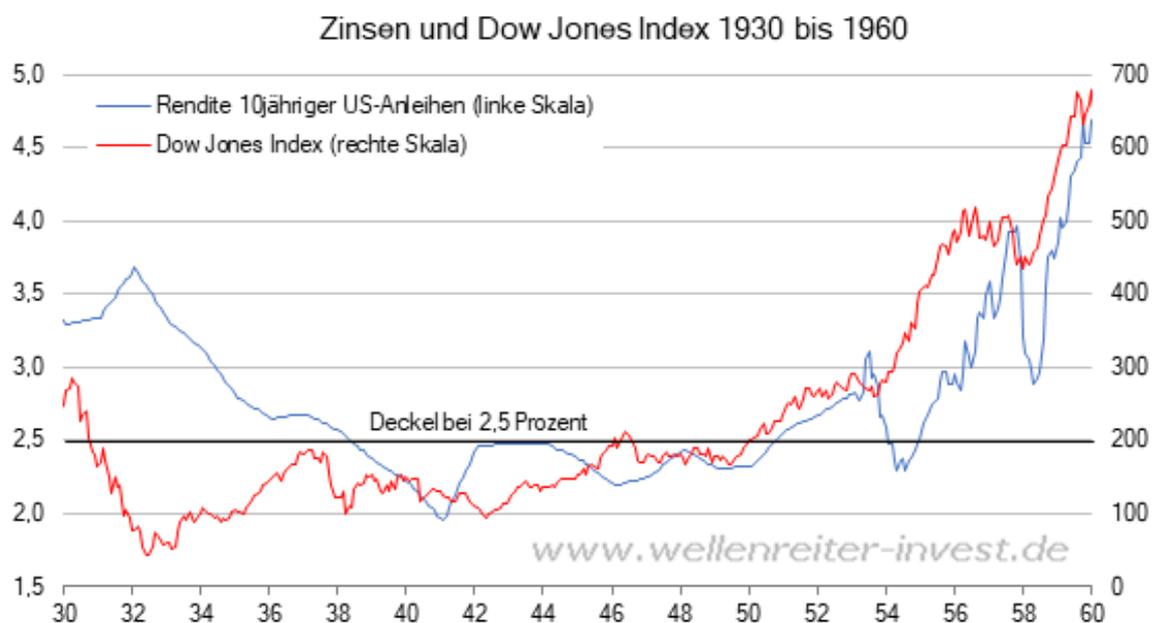


Abb. 2.5: Zinsen und Dow Jones Index 1930 bis 1960

Dies kann explizit über die Festlegung eines bestimmten Renditeniveaus (z.B. 1 Prozent für 10jährige Renditen) erfolgen, es kann aber auch implizit durch Worte unterlegt werden. Eine solche Deckelung hätte den Vorteil, dass sich der Staat in absehbarer Zeit zu sehr günstigen Konditionen stark verschulden kann.

Stabile Renditen wären für die Entwicklung des US-Aktienmarkts als ein Positivfaktor anzusehen. Eine implizite verbale Regelung sähe so aus, dass das Niveau der Leitzinsen für eine längere Zeitphase auf tiefem Niveau verankert wird. Diese verbale Intervention funktioniert solange, wie die Inflationserwartungen der Investoren keine kritische Marke überschreiten. Diese Intervention hat die FED im Rahmen ihrer September-Sitzung bereits genutzt, als sie eine Fortsetzung der Nullzinspolitik bis zum Erreichen einer Vollbeschäftigung als Ziel nannte. Nach der Finanzkrise dauerte es über 6 Jahre bis in den Dezember 2015, bis die FED erstmals den Leitzinssatz erhöht hatte. Bevor die Gedanken an steigende Leitzinsen kommen, wird die FED ihre Wertpapierkaufprogramme einstellen und danach einige Zeit abwarten, bis sie restriktiver wird.

Die künftige US-Finanzministerin Janet Yellen war die Vorgängerin des momentanen FED-Vorsitzenden Jerome Powell und führte während ihrer Amtszeit von 2014 bis 2018 den letzten Zinserhöhungszyklus durch. Als erste Frau in diesem Amt stellt die Vita der 74-jährigen Yellen ein Novum dar, denn nie zuvor wurde ein FED-Präsident US-Finanzminister. Die Kombination der handelnden Personen aus aktuellem und vorherigem FED-Chairman verspricht aufgrund des massiv ausgeweiteten Haushaltsdefizits eine enge Absprache, wie stark die Unterstützung durch die Notenbank ausfallen sollte. Es wird in den kommenden Monaten zu beobachten sein, inwiefern die FED den Weg einer impliziten Zinsstrukturkurvenkontrolle („low for long“) weiterverfolgen wird.

Im Konzert der drei großen Notenbanken hat die Bank of Japan ebenfalls ihre Bilanzsumme durch den Ankauf von Staatsanleihen ausgeweitet, allerdings mit der geringsten Dynamik.

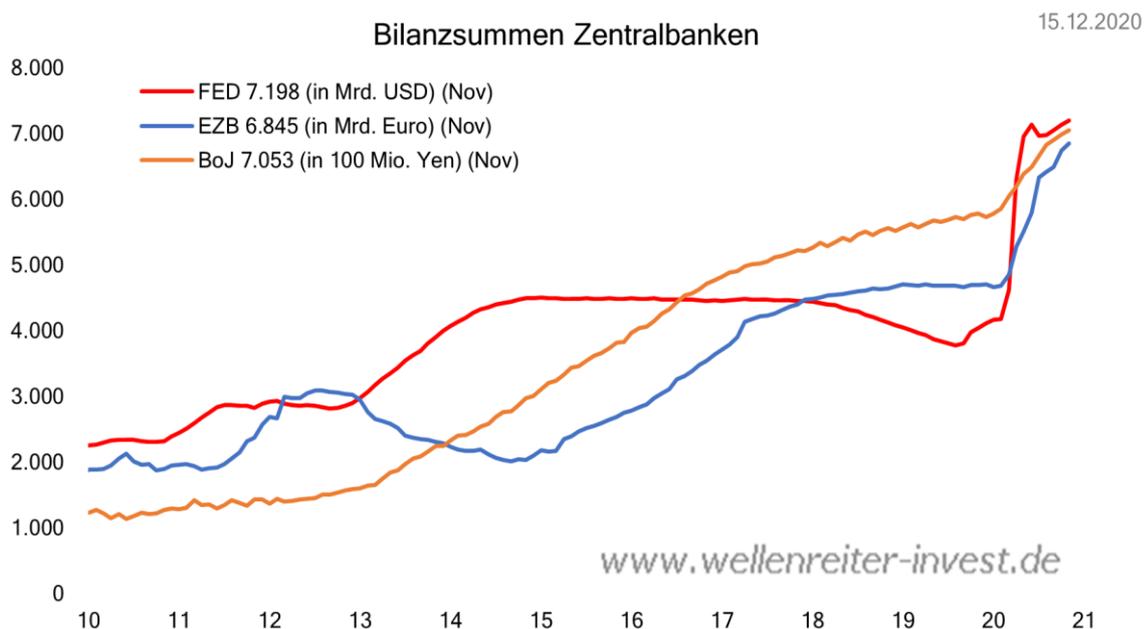


Abb. 2.6: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020

Dies mag damit zusammenhängen, dass die Folgen der Pandemie in Ostasien einen geringeren Einfluss besaßen. Die Verläufe zeigen die jeweiligen Landeswährungen.

Alle Bilanzen der drei großen Länder bewegen sich mittlerweile auf einem ähnlich hohen Niveau in ihrer Landeswährung. Japans Bilanzsumme expandiert seit 2013 sehr kontinuierlich und damit nicht so sprunghaft wie bei der FED und der EZB. Die Bilanzsummen der drei großen Notenbanken stellen wir nachfolgend in US-Dollar gestapelt dar.

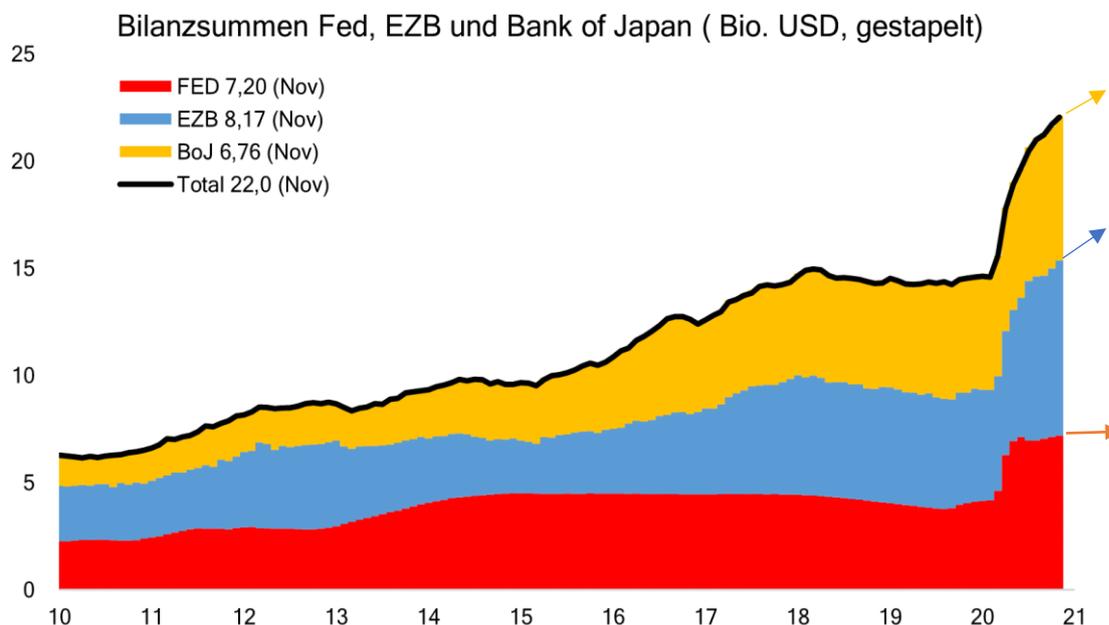


Abb. 2.7: Bilanzsummen FED, EZB und BoJ gesamt (in Bio USD)

Kumuliert zeigen die Bilanzsummen den extremen Sprung in 2020 an. Im kommenden Jahr wird die kumulierte Bilanzsumme noch ansteigen, allerdings mit einer signifikant niedrigeren Zunahme. Die EZB wird genauso wie die BOJ ausweiten. Im Falle der Fed rechnen wir nur mit einer geringen Steigerung bzw. Stagnation.

### **Passivseite**

Der Ankauf von Staatsanleihen über die Sekundärmärkte bei Banken und anderen Marktteilnehmern führt automatisch dazu, dass sich die Zentralbankkonten der Geschäftsbanken füllen. Diese Position wird mit dem Wort „Überschussreserven“ bezeichnet, weil dieses Kapital die Mindestreserveanforderungen überschreitet. Die US-Banken verdoppelten im Jahr 2020 ihre Überschussreserven gegenüber dem Jahr 2019. Wie der Banknotenumlauf („Currency“) sind die Überschussreserven Teil der Passivseite der Fed-Bilanz.

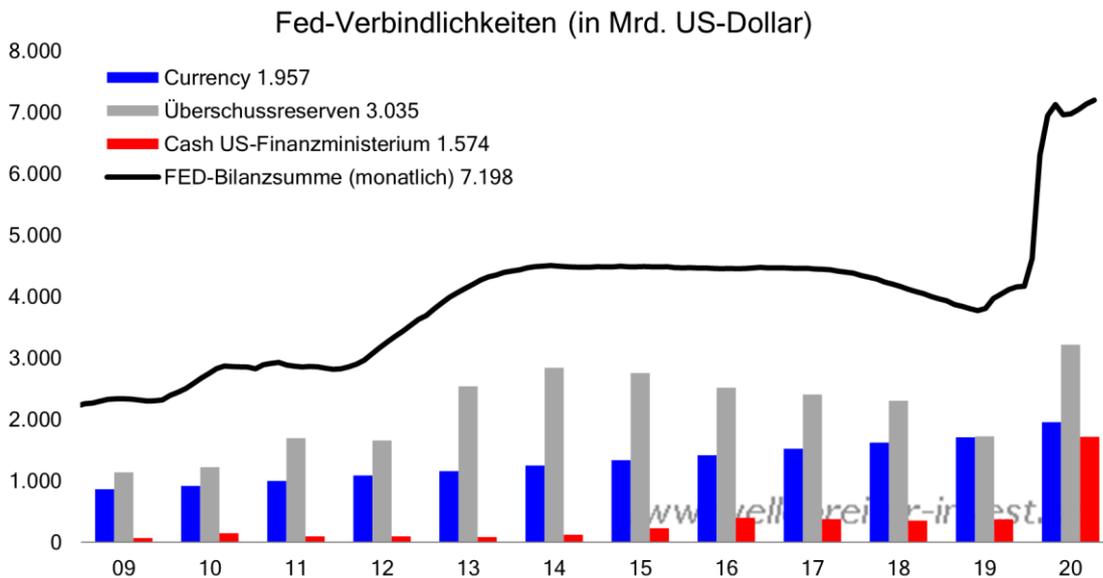


Abb. 2.8: Fed-Verbindlichkeiten

Auch die Banken im Euroraum verfügen über hohe Überschussreserven. Anders als ihre US-Pendants erhalten sie keine Zinsen, sondern müssen im Gegenteil einen Strafzins in Höhe von 0,50% bezahlen. Dieser wurde allerdings durch verschiedene Maßnahmen abgemildert, wenn auch nicht eliminiert. Banken, die es geschickt anstellen (nämlich zusätzlich TLTROs von der EZB in Anspruch nehmen), schaffen in der Gesamtbetrachtung einen positiven Netto-Zins.

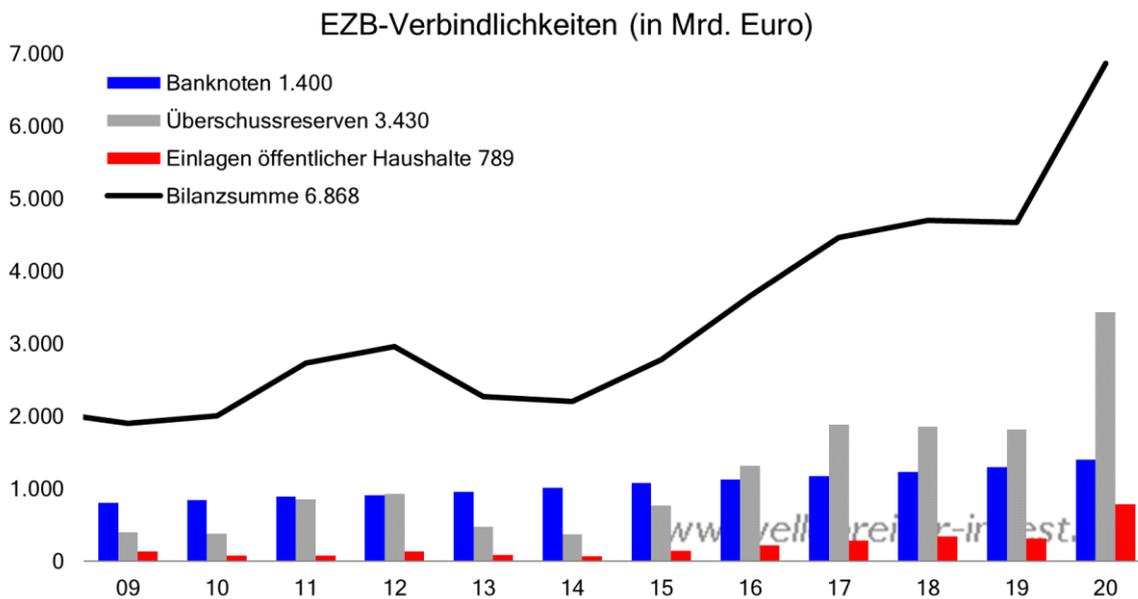


Abb. 2.9: EZB-Verbindlichkeiten

Der Cashbestand des US-Finanzministeriums bei der Fed lag früher bei 400 Mrd. US-Dollar. Dieser Puffer reichte aus, um unregelmäßige Zahlungsströme auszugleichen. Dieser Bestand wuchs im Laufe der vergangenen Monate auf 1,6 Bio. US-Dollar. Viele

der für den Ausgleich der Pandemiefolgen vorgesehenen Gelder wurden nicht ausgezahlt, auch weil sich der US-Kongress nicht auf entsprechende Pakete einigen konnte. Auf der Passivseite der EZB-Bilanz existiert eine Position „Einlagen öffentlicher Haushalte“, deren Bestandserhöhung vermutlich ähnliche Ursachen hat. Offenbar parken einige europäische Regierungen Gelder bei ihren nationalen Zentralbanken, weil sie geplante Ausgaben noch nicht ganz vollzogen haben.

Diese Gelder stehen bereit, in den Kreislauf der Volkswirtschaften injiziert zu werden. Zumindest für einen Teil dieser Gelder muss unterstellt werden, dass sie nicht als Inflationstreiber wie bei großen Infrastrukturprojekten gelten, sondern schlicht das wirtschaftliche Überleben von Betrieben sichern, die aufgrund von Öffnungsverboten sonst vor der Insolvenz stehen würden. Im Gegensatz zum Beginn der dreißiger Jahre soll damit ein deflationärer Kreislauf verhindert werden. Im Falle der USA ist diese Summe fast so hoch wie der dortige Banknotenumlauf. Würde das US-Finanzministerium das Geld von ihrem Zentralbankkonto abheben und es per Helikopter verteilen, würde sich der US-Bargeldumlauf nahezu verdoppeln.

Das Geldmengenwachstum (M1) in den USA befindet sich bei 46,1% gegenüber dem gleichen Zeitraum des Vorjahres. Der Anstieg liegt weit mehr als doppelt so hoch als nach den Krisen in 2001 (Rezession, 9/11), 2009 (Ende der Finanzkrise) und 2011 (Hochpunkt der Vertrauenskrise bei europäischen Staatsanleihen). Der Basiseffekt wird die Zahlen ab März drastisch sinken lassen, aber dieses historische Wachstum dürfte nicht ohne Folgen bleiben.

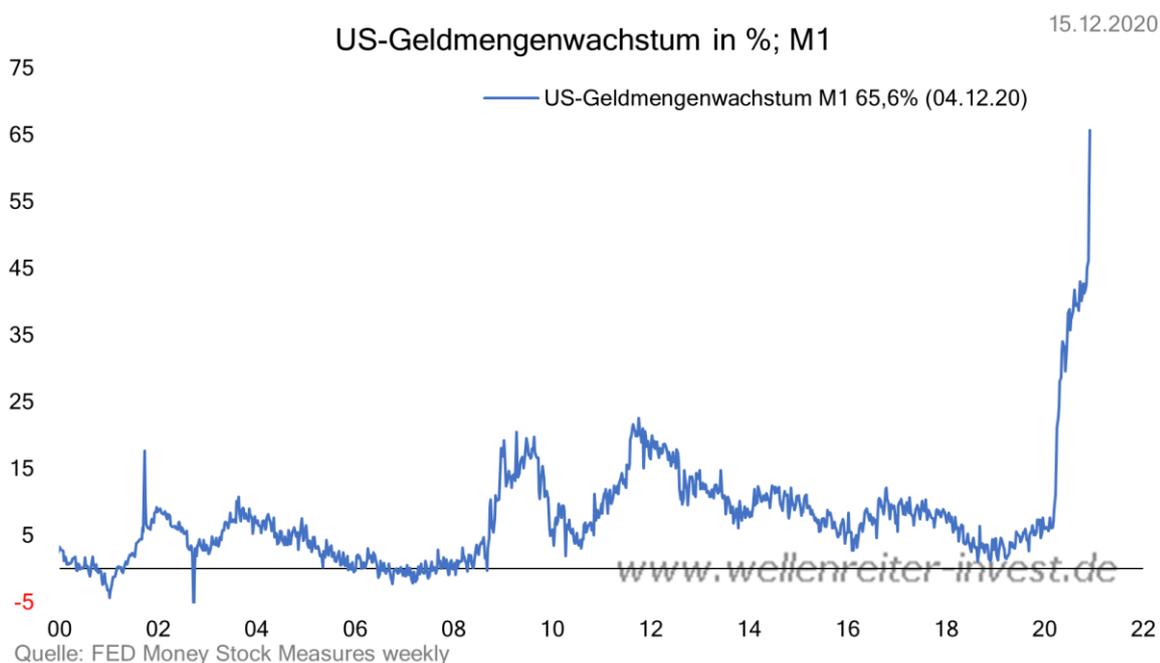


Abb. 2.10: US-Geldmengenwachstum M1

Auch im Euroraum stieg die Geldmenge – wenn auch nicht so stark wie in den USA.

Wir zeigen den Bargeldbestand, der die umlaufenden Banknoten repräsentiert, sowie die Geldmenge M1. Die Banknoten sind Bestandteil der Geldmenge M1. Hinzu kommen die Sichtguthaben, welche sich aus den Girokonten und dem weiteren täglich verfügbare Konten-Geld zusammensetzen.

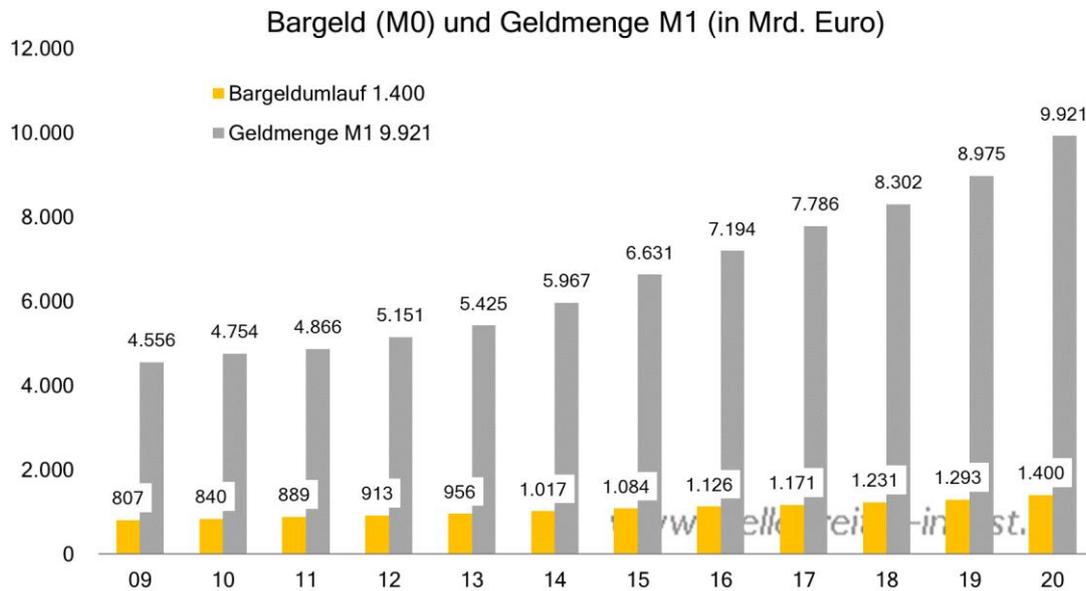


Abb. 2.11: Bargeld und Geldmenge

Absolut steigen die Bargeldbestände auch weiterhin an. Ein sich selbst ausschleichen-des Ende des Bargeldes ist nicht erkennbar, absolut betrachtet hält der Trend zu mehr Bargeld an.

Bildet man ein Verhältnis des Bargeldes zur Geldmenge M1, so wird deutlich, dass die Sichtguthaben noch stärker gestiegen sind als die Bargeldbestände. Der Anteil des Bargeldes an der Geldmenge M1 beträgt 14,1 Prozent.

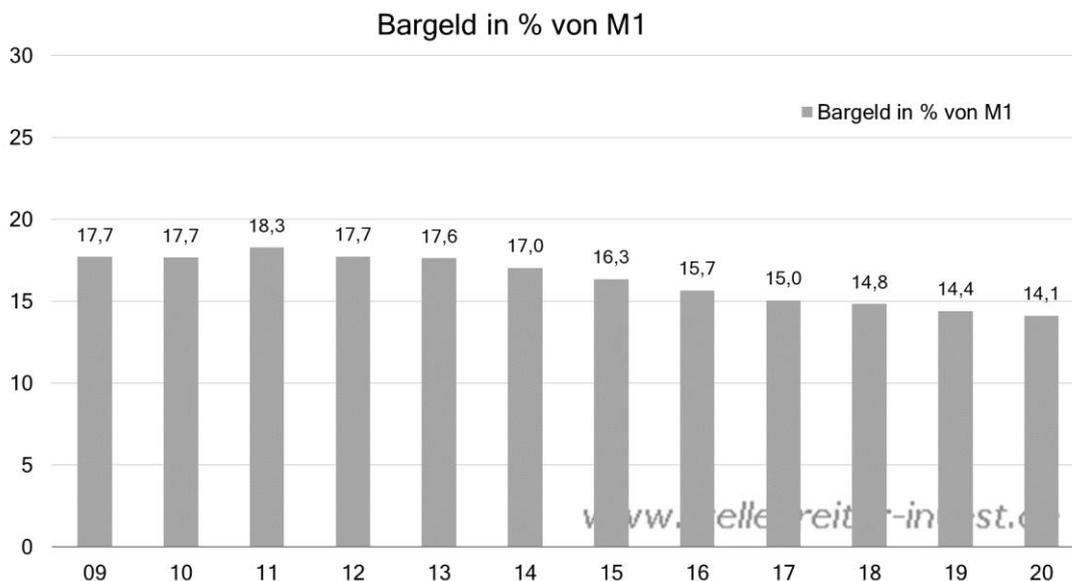


Abb. 2.12: Bargeld in % von M1

Angesichts der Restriktionen des täglichen Lebens und vorhandener Unsicherheiten in Bezug auf die Sicherheit des Arbeitsplatzes steigen die Sparquoten. Das Geld wird zu einem späteren Zeitpunkt zur Verfügung stehen. Mit dem Ende der Pandemie ist mit einem Anheizen der Wirtschaft durch erhöhte Ausgaben der Verbraucher zu rechnen. Der Verminderung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes folgt dann eine temporäre Phase eines deutlichen Anstiegs, wenn die Menschen erleichtert nach den Einschränkungen ihres Alltags mit Freude wieder konsumieren werden. Eine solche Phase erscheint ab Frühjahr/Frühsummer 2021 wahrscheinlich.

## Fazit

Zunächst verfolgen die globalen Notenbanken eine Politik der ruhigen Hand und setzen ihre Politik der letzten Monate fort. Nach dem Abflauen der wirtschaftlichen Folgen der Pandemie wird die Unterstützung an quantitativen Maßnahmen abflachen. Die US-Notenbank agiert in den letzten sechs Monaten bereits zurückhaltend. Sie könnte im Jahr 2021 die Investoren überraschen, wenn sie ihre Bilanzsumme zumindest temporär wie im Juni 2020 zurückfährt.

## 2.2. Länder

### 2.2.1 USA

Da die US-Notenbank bis zumindest Ende 2022 eine Erhöhung der Leitzinsen ausgeschlossen hat, sollte das Thema Leitzinssatzerhöhungen im Jahr 2021 kein Thema sein. Die Fed-Funds-Futures implizieren das Ausbleiben von Leitzinsschritten im kommenden Jahr. Mit steigenden Zinsen rechnen die Investoren nicht vor dem Jahr 2023.

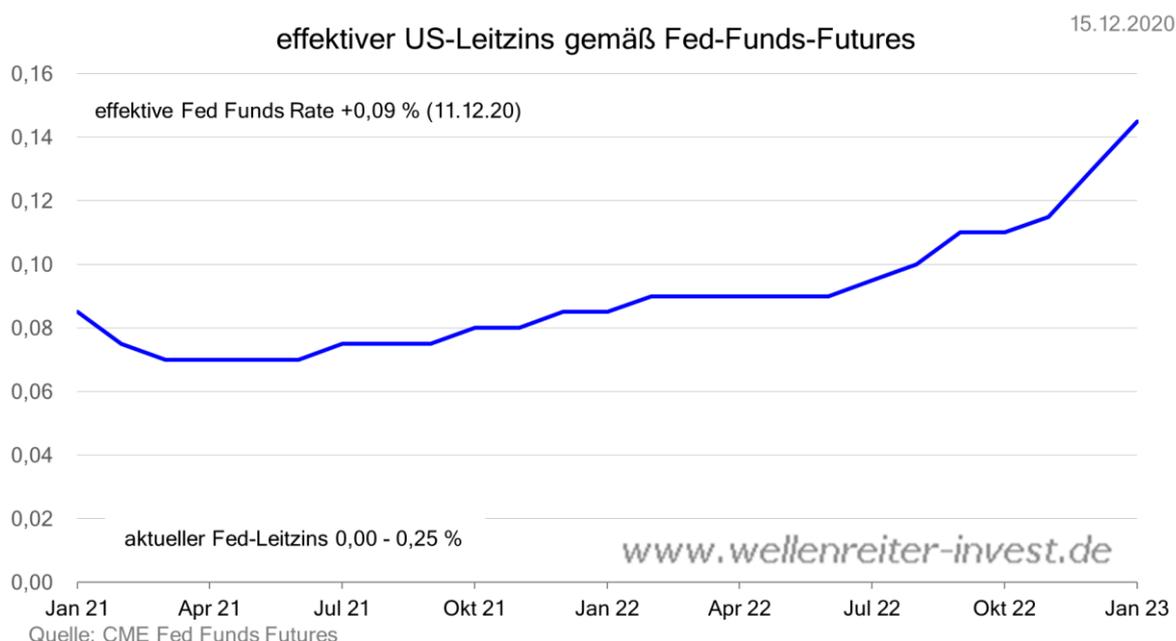


Abb. 2.13: US-Leitzinsentwicklung CME Fed Watch Tool

Damit sich die Erwartungen deutlich nach vorne verschieben, müssten die wirtschaftlichen Folgen am US-Arbeitsmarkt wesentlich schneller als heute erwartet überwunden werden können. Eine solche Entwicklung ist nicht vor Herbst 2021 zu erwarten.

Die Spekulation auf einen Renditeanstieg ist etwas überraschend nicht vorhanden. Die Spekulation bei den Anleihen ist invers dargestellt, um die Spekulation auf die Rendite erkennbar zu machen.

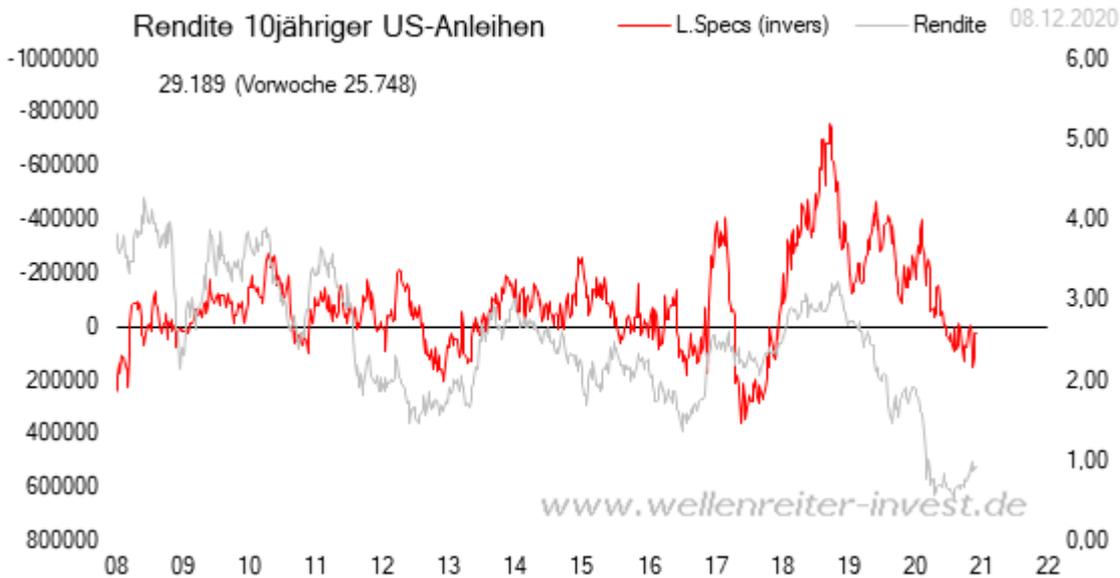


Abb. 2.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Rendite 10jähriger US-Anleihen

Die Großspekulanten sind in einem sehr geringen Umfang per Saldo long positioniert und erwarten damit sinkende Renditen. Renditehochs bildeten sich in der Vergangenheit erst bei einer nennenswerten Netto-Short-Positionierung. Die Rendite 10jähriger US-Anleihen hätte Luft bis zur Marke von 1,40% (rote Linie folgender Chart).



Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen

Zuvor ist die runde Marke von 1 Prozent als psychologischer Widerstand anzusehen.

In früheren Zyklen bildeten sich Renditetiefs im Umfeld von Rezessionen. Diese Regel bestätigte sich im Jahr 2020. Insofern ist jetzt grundsätzlich eine Phase mit steigenden Renditen zu erwarten. In den Nullerjahren stieg die Rendite nach einer Rezession an. In den Zehnerjahren wirkten sich die Risk on- und Risk off-Bewegungen durch die Taten der US-Notenbank sowie der Zinserhöhungszyklus in den Jahren 2017 und 2018 auf die Entwicklung der zehnjährigen Rendite aus.

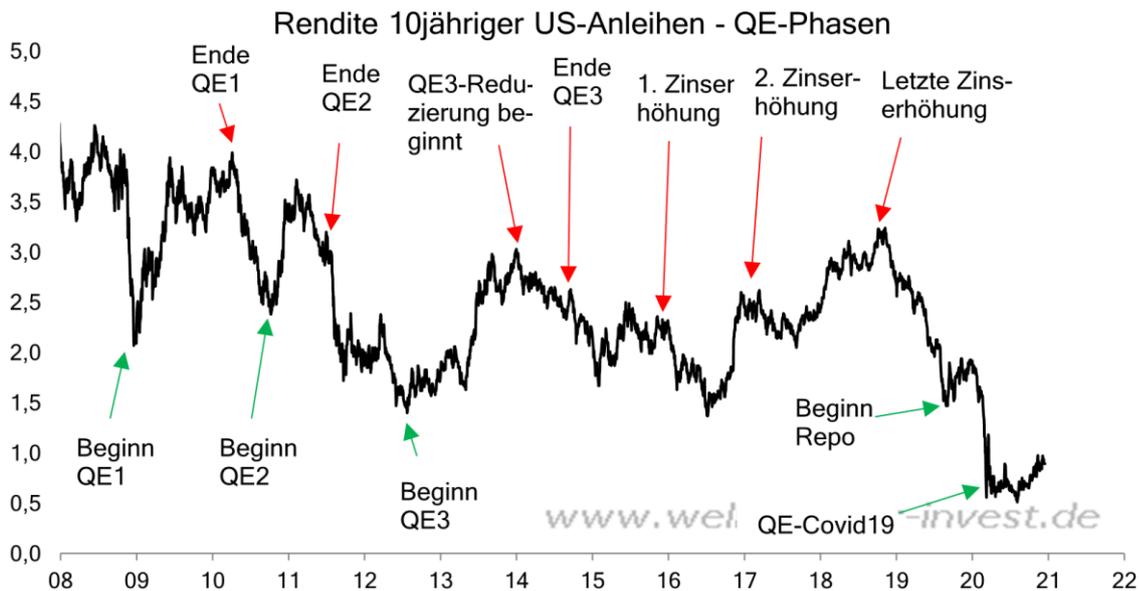


Abb. 2.16: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen QE-Phasen

Bisher ist die Dynamik des Renditeanstiegs gering, möglicherweise auch durch die zögerlichere Unterstützung der FED seit Juni. Eine Beendigung der Unterstützung würde sinkende Renditen bedeuten. Damit würden die USA nach Japan und Europa ebenfalls auf den japanischen Weg der Nullzinsen folgen. Die runde Marke von 1 Prozent dürfte die zehnjährige Rendite zunächst deckeln und zu temporären Rückgängen führen. Ein Anstieg in Richtung 1,40 Prozent wäre im späteren Jahresverlauf möglich, wenn die Folgen der Pandemie überwunden werden können.

Am langen Ende (30 Jahre) übersteigt die Spekulation auf eine steigende Rendite den Höchstwert aus dem Jahr 2018 deutlich.

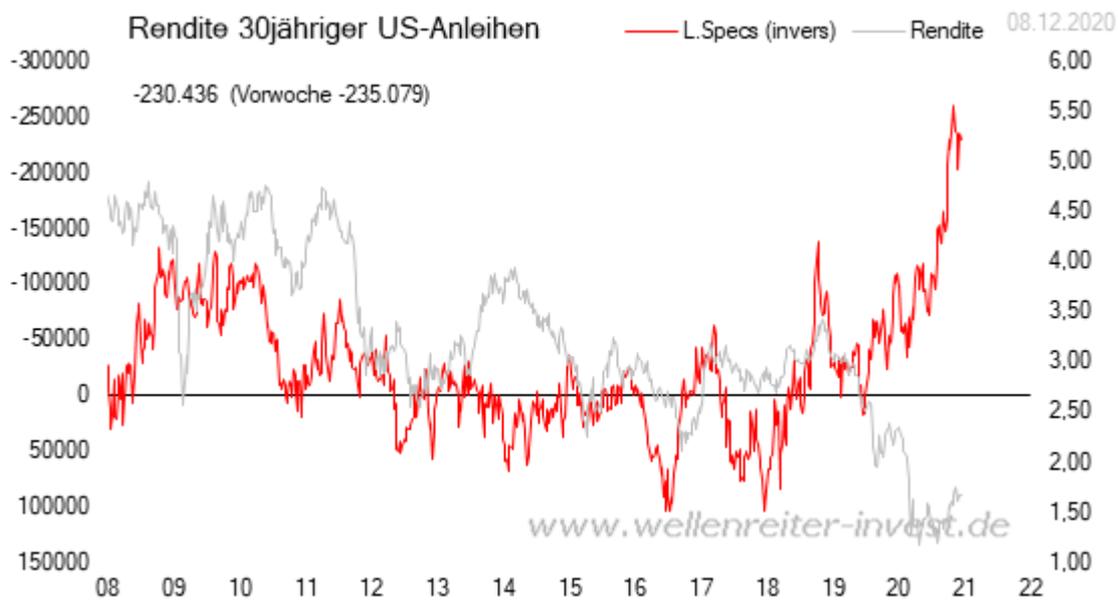


Abb. 2.17: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite in 30jährigen US-Anleihen

Damit verringert sich die Chance auf einen nachhaltigen und starken Renditeanstieg, wie er nach den Tiefpunkten in den Jahren 2012 und 2016 in den folgenden 12 Monaten zu beobachten war. Die positive Korrelation zwischen der Netto-Positionierung der Großspekulanten und der Renditeentwicklung ist allerdings nicht so ausgeprägt wie in der zehnjährigen Laufzeit. Das charttechnische Potential der dreißigjährigen Rendite reicht an die Marke von 2,4 Prozent (Tief 2008) oder 2,1 Prozent (Tief 2016).

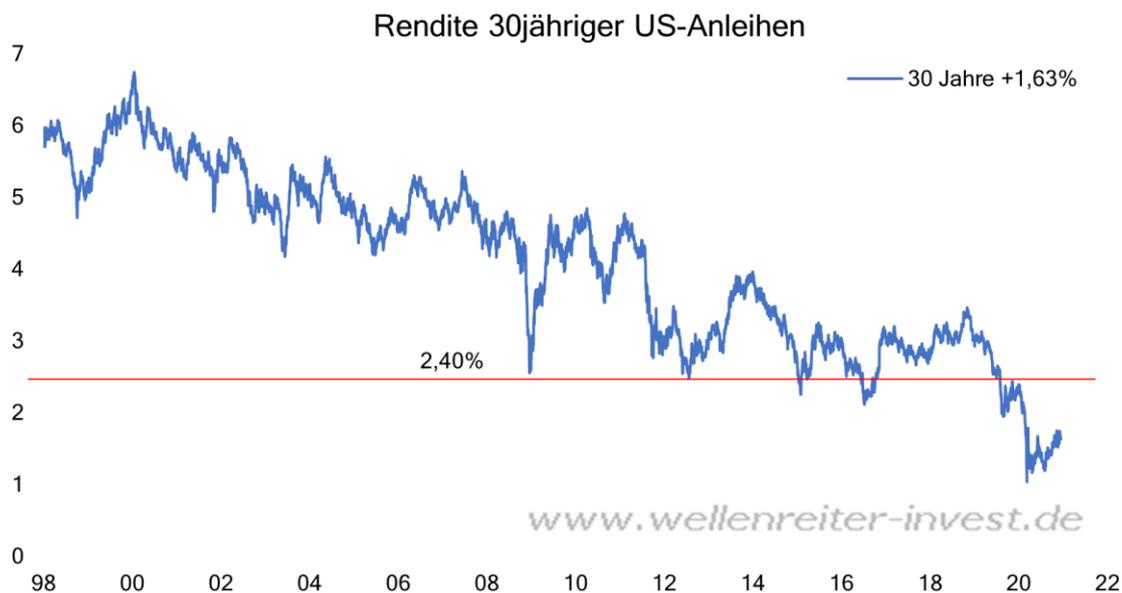


Abb. 2.18: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen

Dort befindet sich ein starker Widerstand, In der Summe spricht die Positionierung der Großspekulanten nur für einen noch moderaten Renditeanstieg, bevor fallende Renditen zu beobachten sein werden.

## Fazit

Die US-Renditen haben im Jahr 2020 ein wichtiges Renditetief markiert. Die entscheidende Frage für 2021 lautet, wie weit ein Renditeanstieg gehen kann. Die unterschiedliche Netto-Positionierung der Großspekulanten in den langen Laufzeiten kann als ein Indiz angesehen werden, dass die Zinsstrukturkurve in den kommenden Monaten nicht steiler wird. Die dreißigjährige Rendite hat bei 2,40 Prozent einen starken Widerstand, die zehnjährige bei 1,40 Prozent. Diese Marke dürften den Renditeanstieg in 2021 stoppen. Der politische Wille in den USA, eine Zinsstrukturkurvenkontrolle wie in den 40er/50er Jahren und wie in Japan zu implementieren, ist in Grundzügen erkennbar. Eine verbale Steuerung der Renditen ähnlich wie in Europa (low for long) erscheint wahrscheinlich. Ein Renditeanstieg dürfte zunächst auf sich warten lassen.

### 2.2.2. Europa

Die Renditen in Europa orientieren sich am Trend der US-Anleihen. Innerhalb Europas haben sich die Renditen seit 2018 sehr synchron entwickelt, lediglich in Italien gab es nach Neuwahlen einen temporären Ausreißer.

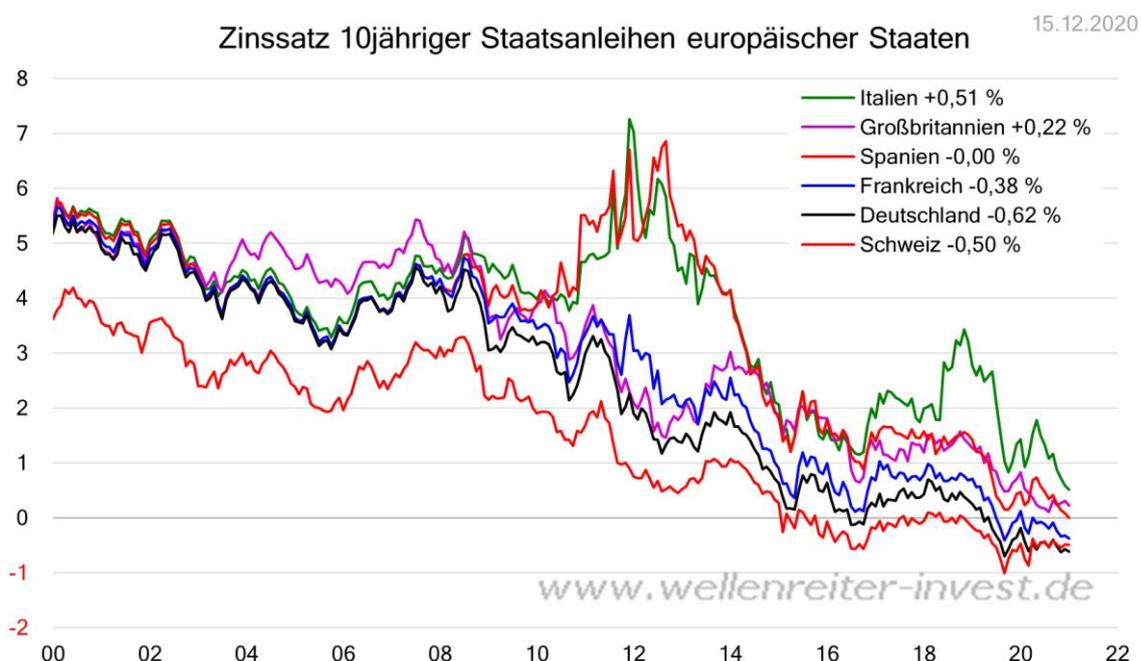


Abb. 2.19: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten

Die Zinskonvergenz in Europa ist nicht auf dem Niveau der Euro-Einführungsjahre, aber die beste der letzten 10 Jahre. Dazu beigetragen hat die gemeinsame Politik durch Transferzahlungen in die südlichen Länder, die den Investoren anzeigen, dass sich die Zentrifugalkräfte in Europa abgeschwächt haben. Auch der EU Green Deal ist ein großes gemeinsames Projekt.

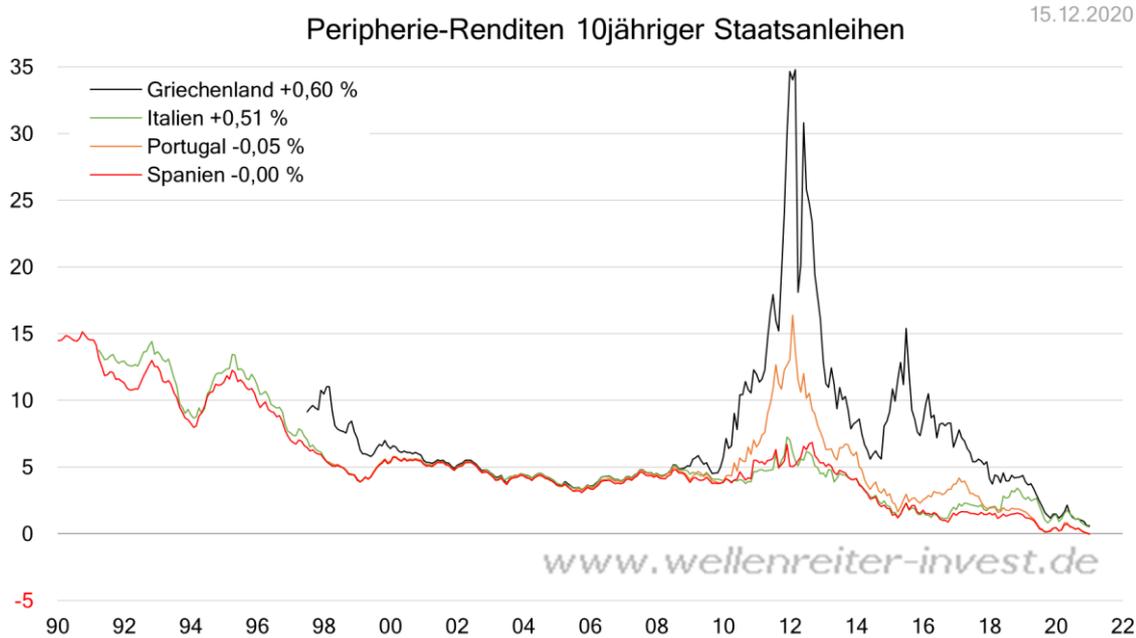


Abb. 2.20: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien

Im April hat zudem die EZB erstmals griechische Staatsanleihen als Sicherheiten akzeptiert, so dass in der Summe alle Renditen der europäischen Staaten unterhalb des US-Niveaus liegen. Nachdem die Renditen der nördlichen und zentralen Euro-Länder bereits auf negativem Niveau notieren, folgen von den Südländern Spanien und Portugal. Lediglich in Italien und in Griechenland notieren zehnjährige Renditen im Bereich von 0,5 Prozent.

Dieser Konvergenzprozess bedeutet, dass Europa stabiler geworden ist. Diesen Trend hat die EZB verstärkt, da sie in 2020 etwas mehr als 100 Prozent des Nettoangebots an Staatsanleihen der Eurozone erworben hat. Durch ihre Ankündigung, ihr monatliches Kaufvolumen bis März 2022 beizubehalten, wird sie auch in 2021 in etwa das gesamte Nettoangebot an Staatsanleihen der Eurozone kaufen. Da die Haushaltsdefizite der europäischen Länder nach dem Überwinden der Corona-Pandemie aufgrund einer verbesserten Einnahmesituation durch das einsetzende Wirtschaftswachstum schrumpfen werden, wird auch die Unterstützung der EZB schrumpfen können.

Die EZB als „lender of last resort“ sorgt mit ihrer angekündigten Politik für Vertrauen bei den Investoren, der Zins ist faktisch eliminiert. Der Dekade der Divergenz könnte die Dekade der Konvergenz folgen.

### 2.2.3 Asien

Die Bank of Japan wird ihren Kurs des Kaufprogramms auch in Jahr 2021 fortsetzen. Sie hat sich bisher nicht explizit zu einem Termin der Reduzierung des Kaufprogramms geäußert und deckelt den zehnjährigen Marktzins erfolgreich im Bereich um 0,10 Prozent. Der Leitzins liegt bei -0,10 Prozent. Es spricht sehr viel dafür, dass die japanische Notenbank auch im Jahr 2021 sehr berechenbar bleiben wird und damit einen ähnlichen Weg wie die EZB bestreiten wird. Vor den Olympischen Spielen in Tokio erscheint eine Abschwächung ihres Kaufprogrammes unwahrscheinlich. Wir vermuten ein Beibehalten des Kaufprogramms für das gesamte Jahr.

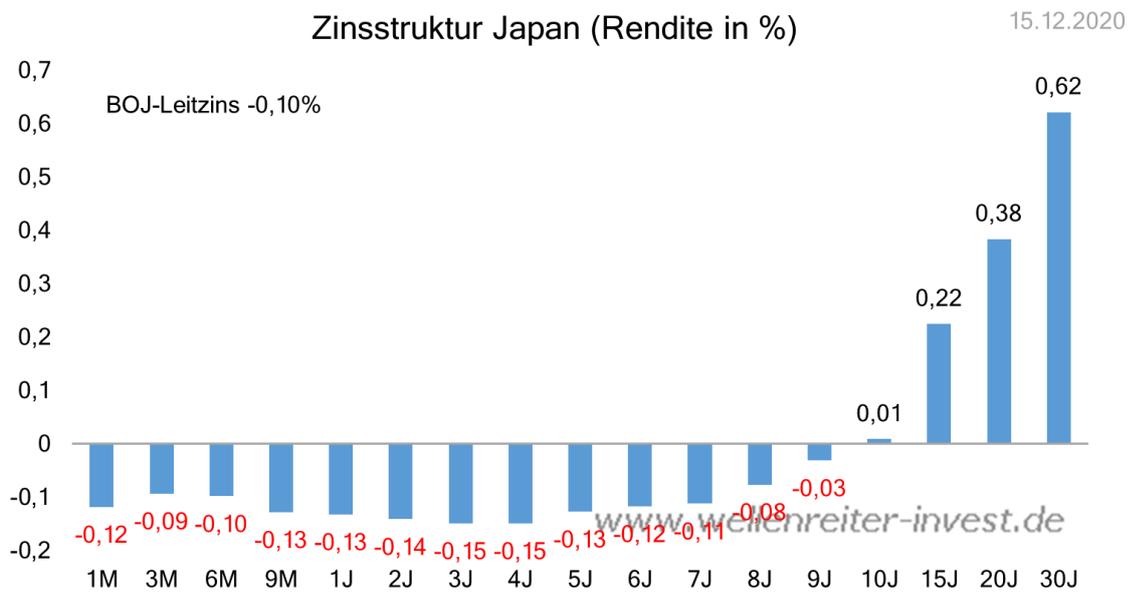


Abb. 2.21: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)

In Japan sind die Renditen bis zur zehnjährigen Laufzeit wie zementiert, die Zinsstrukturkurve ist extrem flach. Diese Entwicklung sollte in 2021 bei einer unveränderten Politik der japanischen Notenbank anhalten.

Im Gegensatz zu den USA, Europa und Japan ist China das einzige Land, in dem die Renditen höher als vor einem Jahr notieren.

## Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen USA und China

15.12.2020

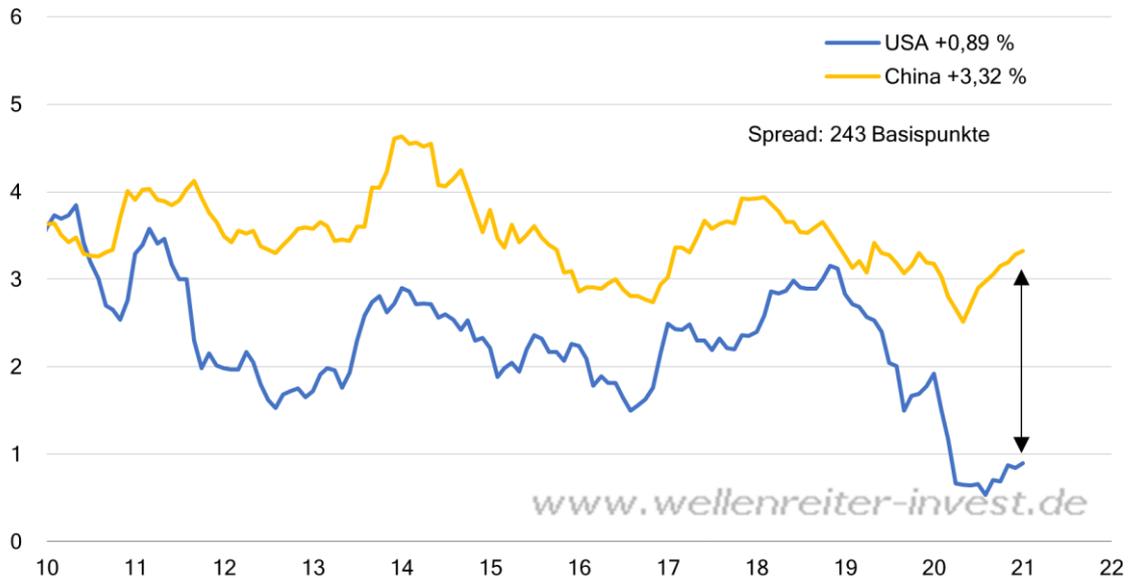


Abb. 2.22: Renditen USA und China

In einer Welt ohne nennenswerte Renditen in den „alten“ Ländern besitzt China einen sehr großen Renditevorsprung und ist für ausländisches Kapital interessant, so dass der Yuan unter Aufwertungsdruck bleibt.

## Zinsstruktur China (Rendite in %)

15.12.2020

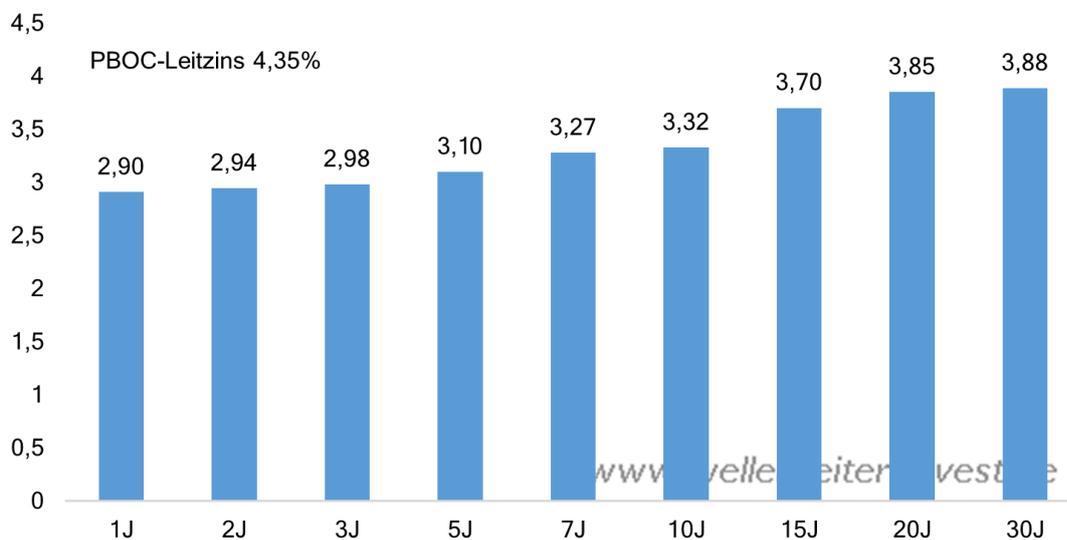


Abb. 2.23: Zinsstruktur China (Rendite in Prozent)

Die Zinsstrukturkurve Chinas ist positiv und lässt auch aufgrund des Basiseffektes des ersten Quartals 2020 im Jahr 2021 ein höheres Wirtschaftswachstum als in den Jahren 2018 oder 2019 erwarten. Eine Wachstumsrate von 8 Prozent dürfte für 2021 erreicht werden können.

## **Fazit**

Der Leitzinssatz dürfte in 2021 in allen Ländern unverändert bleiben. Europas und Japans Politik der relativ ruhigen Hand in 2020 dürfte sich in 2021 fortsetzen, die Diskussion über eine „Exit“-Strategie dürften allerdings mit dem Abebben der Pandemie ab dem Herbst 2021 zunehmen. China als Teil der BRIC-Staaten dürfte global einer der „First mover“ vor den USA sein.

### 3. Der Währungsmarkt

#### 3.1 US-Dollar-Index

Rezessionen gehen häufig mit fallenden Inflationsraten, Nominalzinsen, fallenden Rohstoffpreisen und einem generellen Risk-off-Verhalten einher. Der US-Dollar ist deshalb in rezessiven Phasen zunächst gefragt. Ausgangs einer Rezession pflegt er einen Hochpunkt zu generieren, um expansiven Kräften den Vortritt zu lassen. Dies zeigt der folgende Chart.

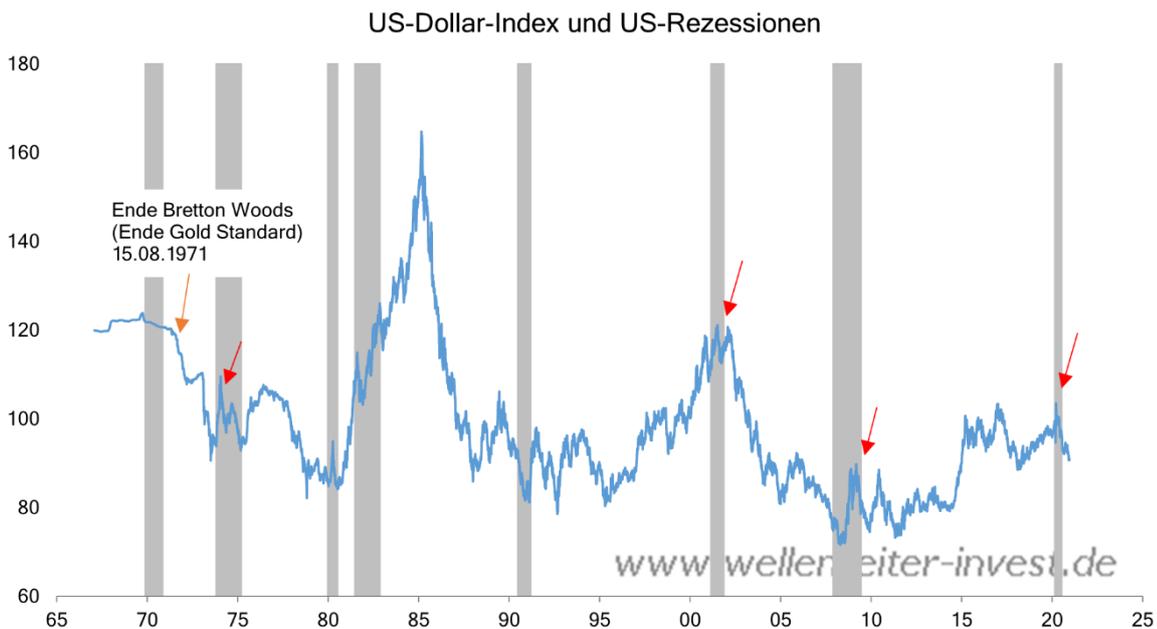


Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980

Das war nach der Rezession von 1970 nicht anders. Der Effekt des fallenden US-Dollar wurde durch das offizielle Ende des Goldstandards (die Bretton Woods Vereinbarung wurde am 15.08.1971 kassiert) verstärkt. Die Ölkrise 1973/74 war auch eine Folge der Dollar-Abwertung, denn den ölproduzierenden Ländern brachen durch den Dollarverfall die Einnahmen weg. Ebenso bildete der US-Dollar-Index in den beiden letzten Rezessionen in 2001 und 2008 jeweils einen Hochpunkt aus. Der Hochpunkt vom März 2020 reiht sich in die Hochpunkte des US-Dollar-Index in diesem Jahrhundert ein.

Im März 2020 bildete sich ein zweiter Hochpunkt nach Dezember 2016 (letzter Pfeil folgender Chart). Technisch ergibt sich eine Art Doppelhochformation mit einem zeitlichen Abstand von 39 Monaten. Damit setzte ein Umschwung des Deflationstrades hin zu einer reflationären Entwicklung ein. Der 16-Jahres-Zyklus des US-Dollar-Index bestätigt sich damit.

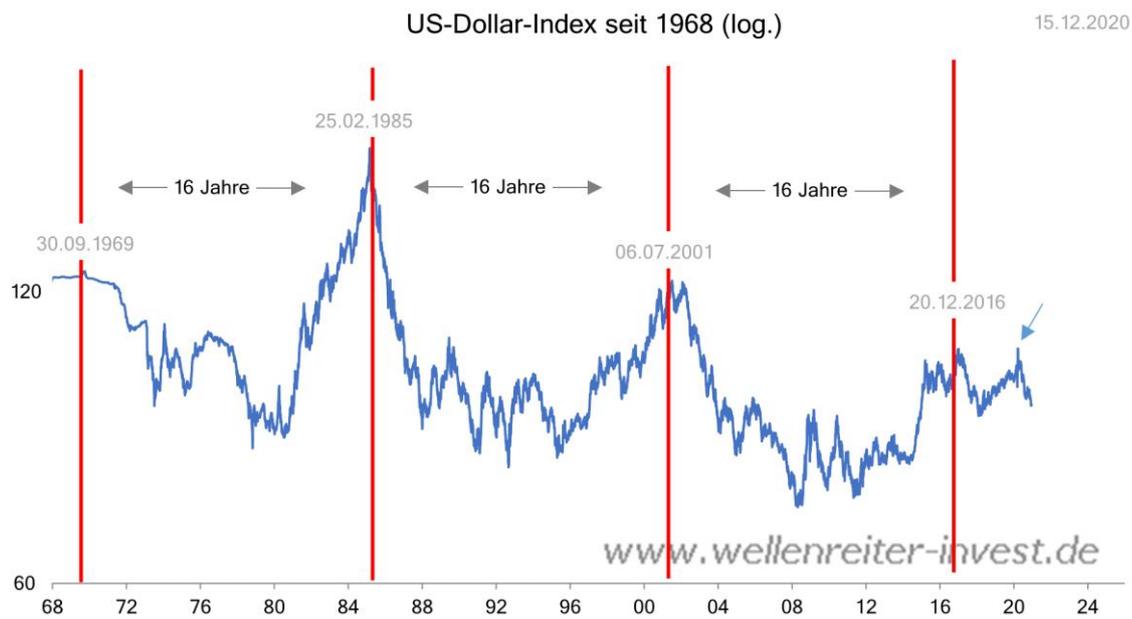


Abb. 3.2: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus

Der 16-Jahres-Zyklus ist insofern wichtig, als er Hinweise für eine zeitliche Einordnung der Dollar-Abwärtsbewegung offeriert. In der Vergangenheit markierte der Dollar in etwa nach sieben Jahren ein belastbares Tief. Nimmt man den Dezember 2016 als Ausgangspunkt, so würde sich ein Dollar-Tief in den Jahren 2023 oder 2024 etablieren können. Der Blick in die Historie zeigt jedoch an, dass diese großen zyklischen Entwicklungen keine geradlinige Entwicklung genommen haben.

Die Korrelation zwischen dem Dollar (hier invers dargestellt) und dem Rohstoffsektor (CRB-Index) ist negativ, ein fallender Dollar führt zu steigenden Rohstoffpreisen.

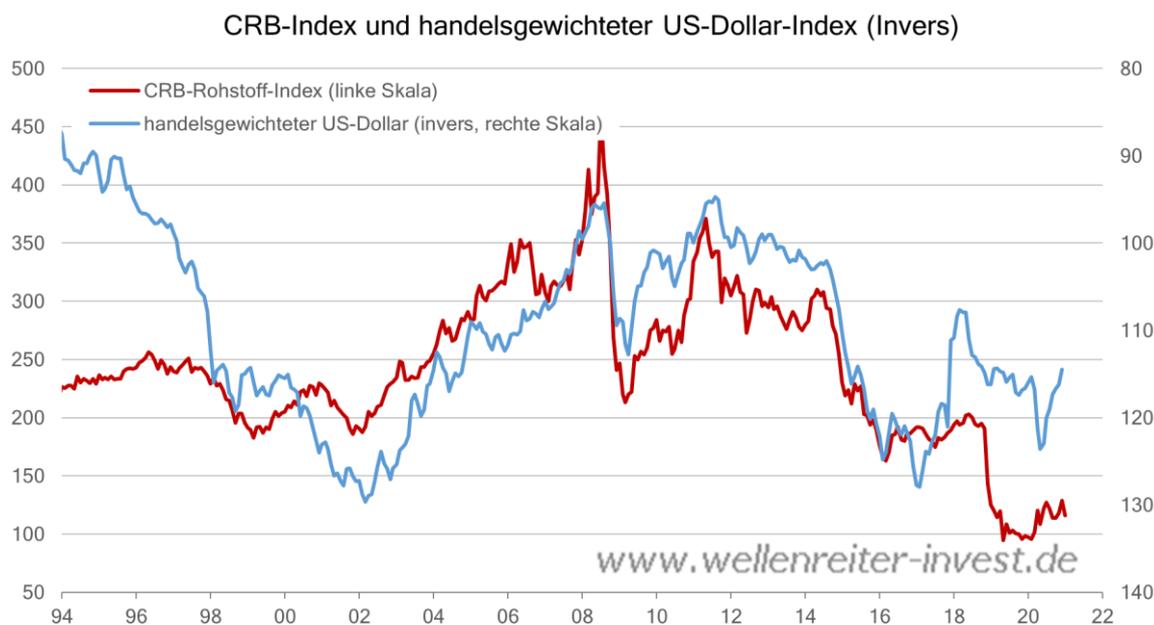


Abb. 3.3: CRB-Index und handelsgewichteter US-Dollar-Index

An allen wichtigen Wendepunkten seit 2002 ist diese Korrelation erkennbar. Der Dollar Index dreht heftiger nach oben als der Rohstoff-Index. Die Rohstoffe profitieren von einem fallenden Dollar (invers = auf dem Chart steigend).

Die Inflation wird sich bei einem fallenden Dollar vor allen Dingen in den USA und im Dollar-Raum manifestieren, nicht so sehr hingegen in Europa oder in Asien. Zum Dollar-Raum zählt aufgrund der engen Yuan-Anbindung China (China geriete unter Yuan-Aufwertungsdruck), aber auch Hongkong, Saudi-Arabien, Katar, die Vereinigten Arabischen Emirate und Bahrain. Ein Beispiel: Der Dollar/Yuan fällt, sprich der Yuan wertet auf.

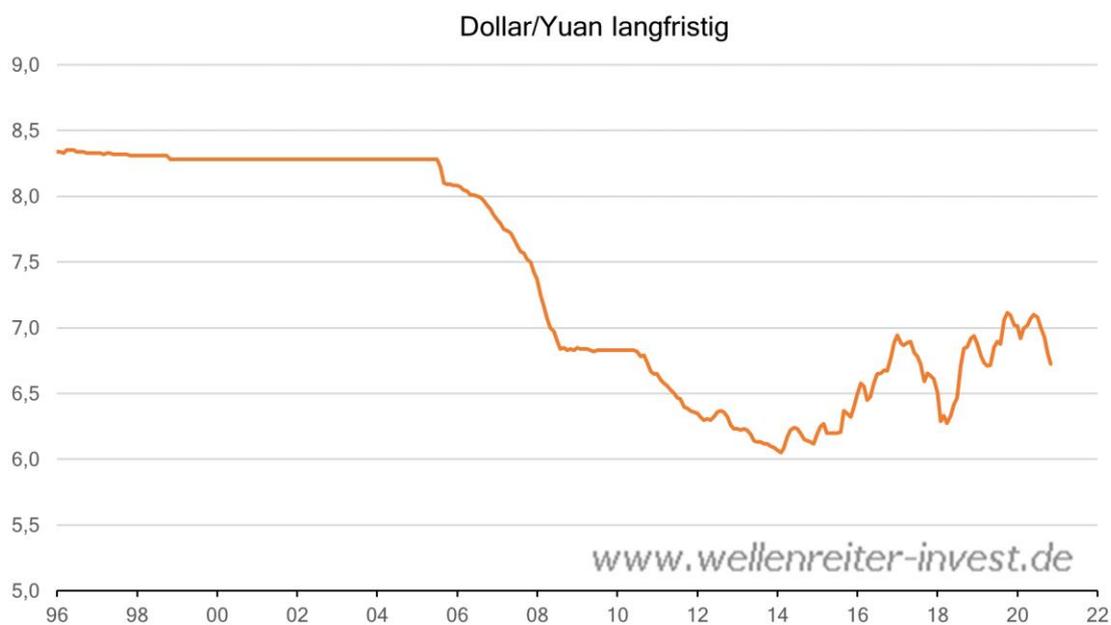


Abb. 3.4: Dollar/Yuan langfristig

Der Verlust an Dynamik des US-Dollar-Index wird aus technischer Sicht noch deutlicher, wenn neben dem US-Dollar-Index (orange) noch der handelsgewichtete US-Dollar-Index (blau) zum Vergleich hingezogen wird. Die 130-Punkte-Marke wurde zweimal angelaufen, konnte aber nicht überwunden werden. Sie bildet eine Art Deckel.

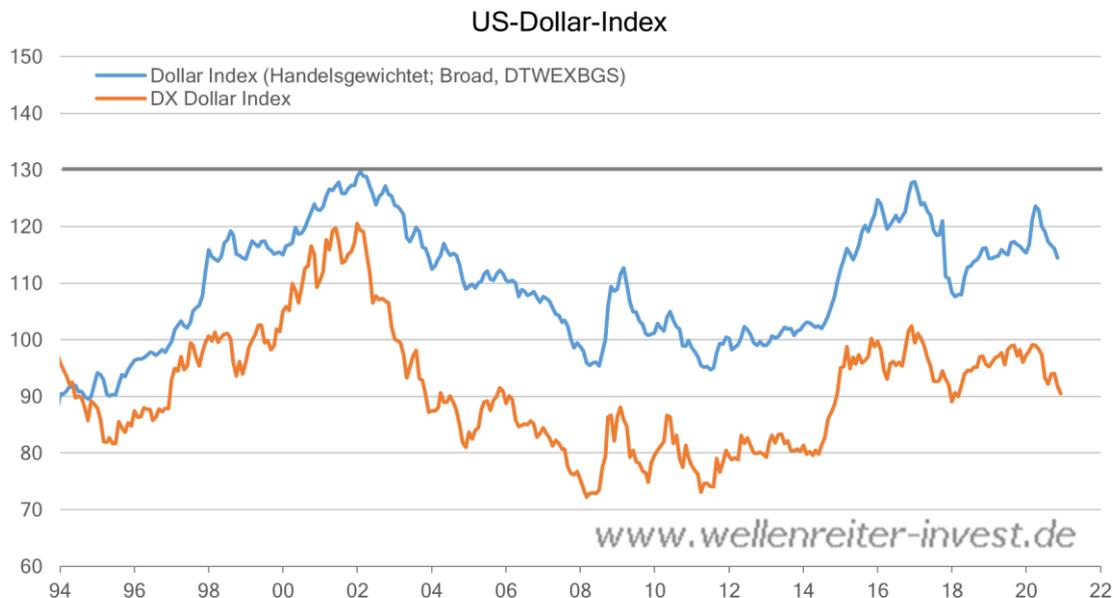


Abb. 3.5: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index

Der handelsgewichtete US-Dollar-Index wird mit Hilfe eines Korbs von 28 Währungen berechnet. Der Anstieg des US-Dollar-Index von Januar 2018 bis März 2020 erfolgte mit wenig Dynamik und zeigt damit eine geringere Aufwärtskraft als in 2015 an. Der handelsgewichtete US-Dollar-Index hat im März 2020 einen niedrigeren Hochpunkt als im Dezember 2016 ausgebildet.

Am US-Terminmarkt liegt zwar noch keine Extrem-Positionierung der Großspekulanten vor, die auf eine substantielle Preisbewegung schließen lässt.

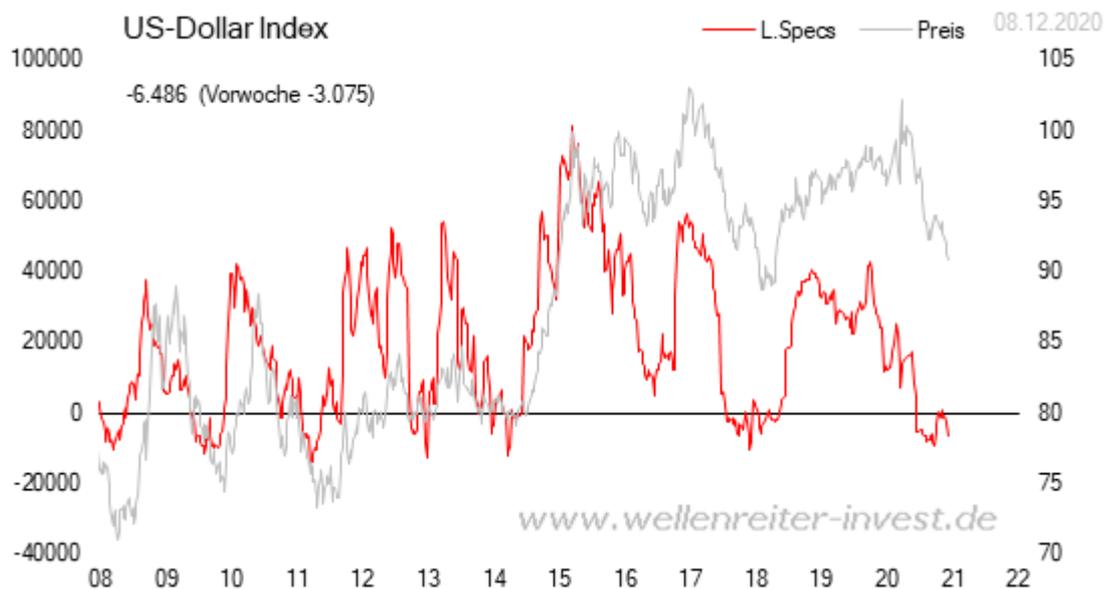


Abb. 3.6: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index

Dazu fehlt allerdings nicht mehr viel und bei einer etwas höheren Netto-Short-Spekulation der Großspekulanten wäre ein Preistief im US-Dollar-Index zu erwarten. Die

preisliche Unterstützung des Tiefpunktes vom Januar 2018 dürfte sich als ein Ziel erweisen. Spätestens dort ist mit einer Korrektur der Abwärtsbewegung des US-Dollar-Index für einige Monate zu rechnen.

Der US-Dollar-Index neigt in Nachwahljahren in der ersten Jahreshälfte zur Stärke.

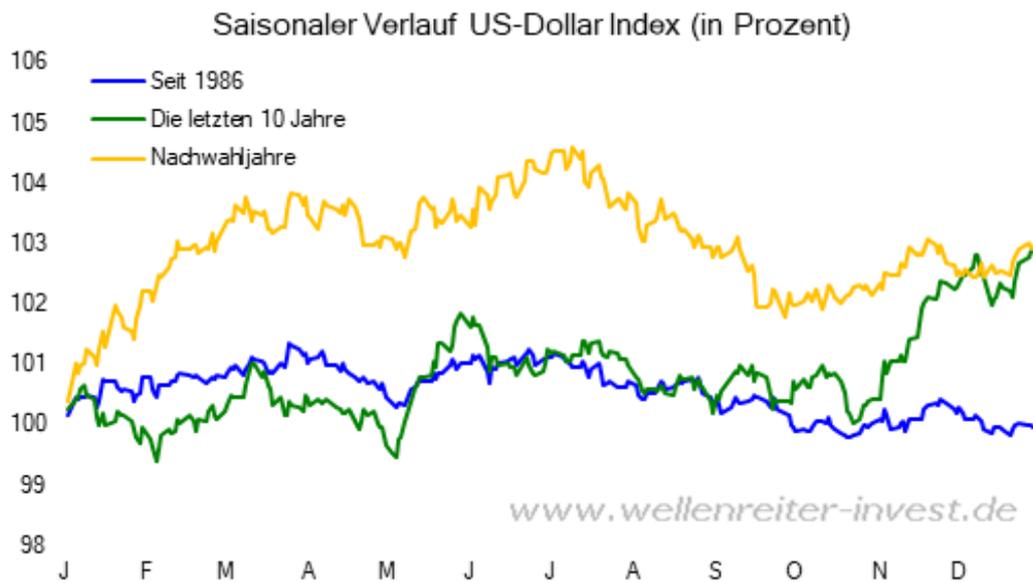


Abb. 3.7: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index

In Nachwahljahren ist der US-Dollar deutlich stärker als in seinen historischen Durchschnittsverläufen, die bedeutendste Abkopplung findet in den ersten drei Monaten statt. Danach entwickelt er sich analog zum historischen Durchschnitt.

Ein Blick auf die Währungen Euro, Yen und Yuan versus dem US-Dollar zeigt an, dass sich alle drei Währungen seit März 2020 im Takt aufwärtsbewegen.

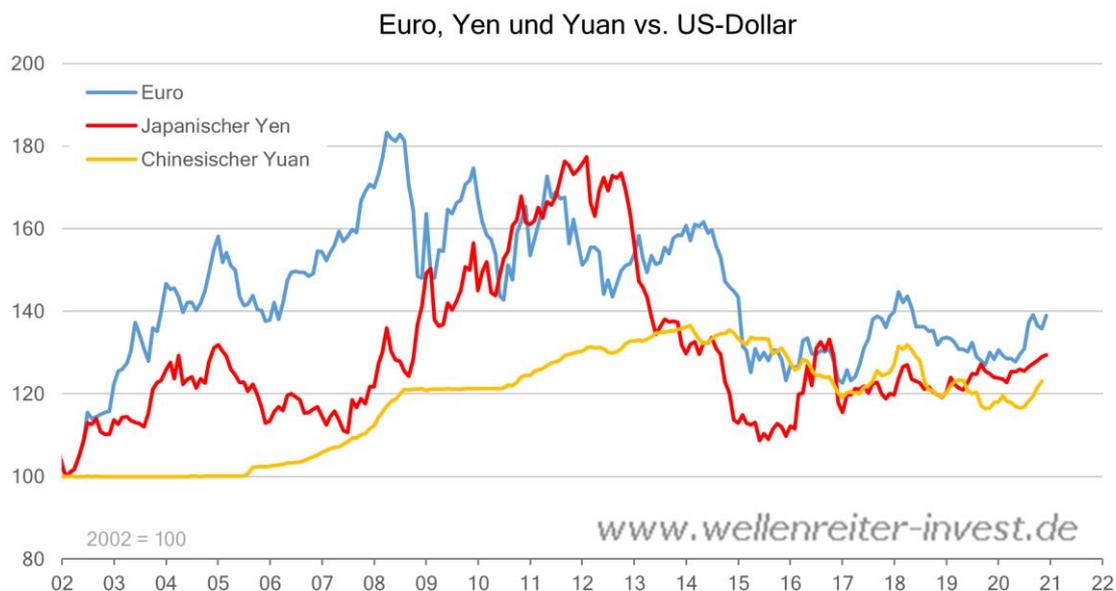


Abb. 3.8: Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar

Die teilweise starken Abweichungen, wie sie in den Jahren 2008 oder 2011/12 bestanden haben, haben sich verflüchtigt.

Die zweite Hälfte der endenden Dekade zeigte nur eine geringe Bewegung der drei großen Währungen gegenüber dem Dollar an. Das Thema Währungsmanipulation, dass in der Vergangenheit asiatischen Volkswirtschaften (Japan, China) vorgeworfen wurde, ist somit kein Thema, dass in 2021 auftauchen wird.

### 3.2 Euro/Dollar

Der Euro ist mit einem Anteil von 57,6 Prozent mit großem Abstand das Schwergewicht im US-Dollar-Index. Das Potential für eine Fortsetzung des Anstiegs ist mit Blick auf die Kaufkraftparität gegeben.

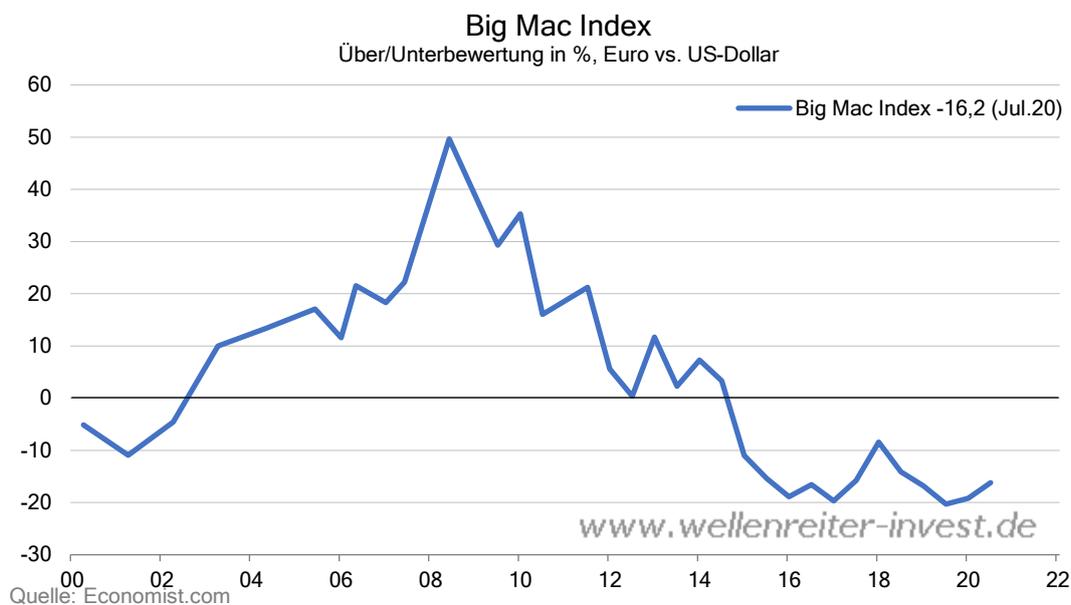


Abb. 3.9: Big Mac Index

Gemäß Big Mac Index ist der Euro gegenüber dem US-Dollar um etwa 15 Prozent unterbewertet. Die letzte Erhebung fand im Juli 2020 statt. Durch den Anstieg der vergangenen Monate müsste der Euro seine Unterbewertung in Richtung 10 Prozent abgebaut haben. Perspektivisch müsste in den kommenden Jahren eine Bewegung zum fairen Wert (und möglicherweise mehr) erfolgen.

Aus technischer Sicht scheint der Euro/Dollar den seit 12 Jahren etablierten Abwärtstrendkanal nach oben verlassen zu haben. Die dynamische Bewegung auf der Oberseite im Jahr 2020 folgte auf eine Phase mit einer geringen Abwärtsdynamik in 2019.

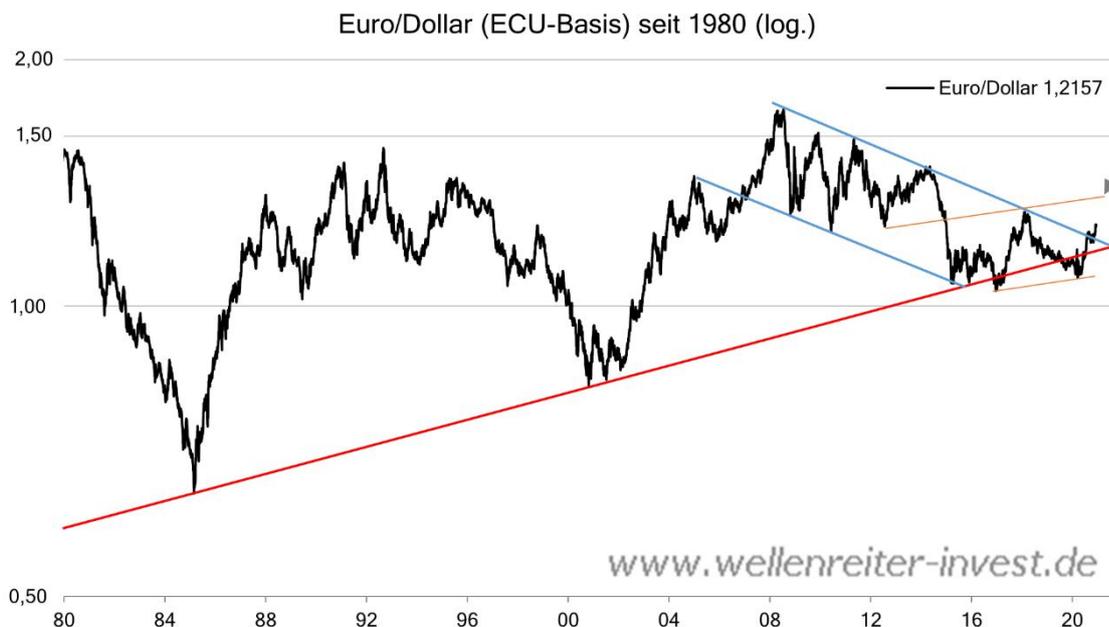


Abb. 3.10: Euro/Dollar seit 1980

Die Dynamik der Aufwärtsbewegung in diesem Jahr ist ähnlich wie in der Phase 2017 hin zum Hochpunkt im Januar 2018. Diese Bewegung ermöglicht eine Fortsetzung des Anstiegs zunächst in den Bereich von 1,25 oder an das obere Ende der Trendlinie bei etwa 1,27. Darüber hinaus besteht ein längerfristiges Ziel von 1,40 (Hoch 2014). Im Jahr 2021 sollte sich der Euro/US-Dollar auf einem höheren Plateau bewegen, die Handelsspanne dürfte bei etwa 10 Cents liegen.

Unabhängig davon, ob die Zinsdifferenz zwischen Deutschland und den USA über die Nominal- oder Realzinsdifferenz angezeigt wird, steht das Jahr 2019 für einen wichtigen Tiefpunkt. Der Euro/Dollar folgte der Realzinsveränderung mit einjähriger Verzögerung. Die Differenz der Nominalzinsen der zehnjährigen Laufzeiten Deutschlands gegenüber den USA ist per Anfang Dezember 2020 auf +1,5 Prozent angewachsen. Die Inflationsdifferenz zwischen den USA (Oktober 2020 +1,2%) und dem Euroraum (November 2020 -0,3%), liegt auf einem identischen Niveau, so dass die stark negative Realzins-Differenzphase erstmals seit 2014 vorüber ist. Damit ist Druck aus dem Euro entwichen.

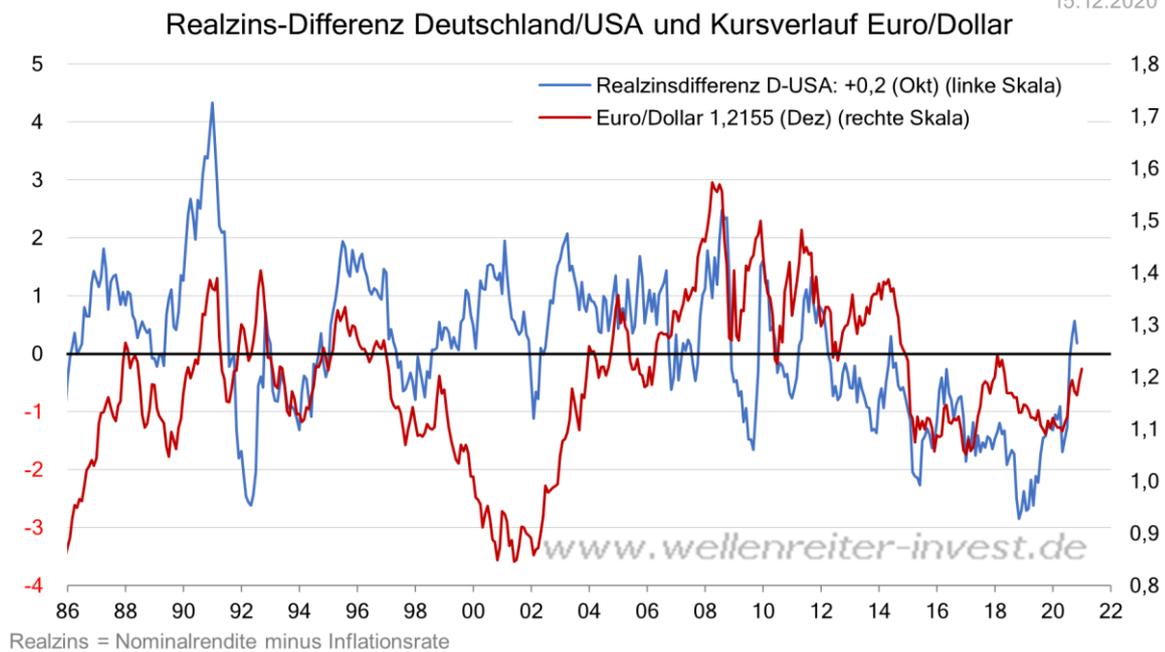


Abb. 3.11: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar

Aufgrund der basisbedingten Preissteigerungstendenzen insbesondere im März/April 2021, wird in den USA die Inflationsrate stärker steigen als der Nominalzins. Eine ähnliche Entwicklung ist in Europa bzw. in Deutschland zu erwarten, so dass die Realzinsdifferenz zurückfallen wird. In 2021 könnte die Realzinsdifferenz um den Null-Punkt oszillieren und im Gegensatz zu 2020 keine starke Trendbewegung vollziehen.

Die Spekulation im Euro befand sich vor dem aktuellen Anstieg im Negativbereich, stieg dann aber deutlich an. Auch wenn die Spekulation zuletzt rückläufig war, setzt sie dem Anstieg des Euro zunächst Grenzen.

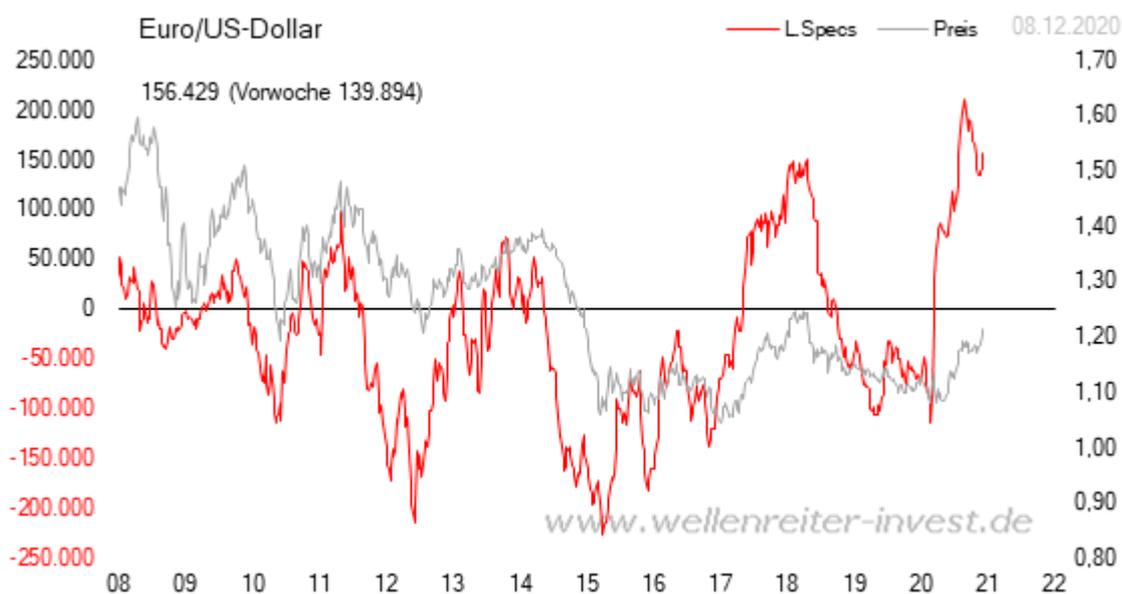


Abb. 3.12: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar

Auch wenn die Korrelation des Euro/USD und des S&P 500 in den letzten 10 Jahren nicht immer positiv war, so gilt diese Entwicklung doch seit 2017 für die Extrempunkte. Die Risk-On-Phase in 2017 führte zu einem Anstieg des Euro/USD bis Januar 2018, als auch der S&P 500 ein erstes Hoch ausbildete.

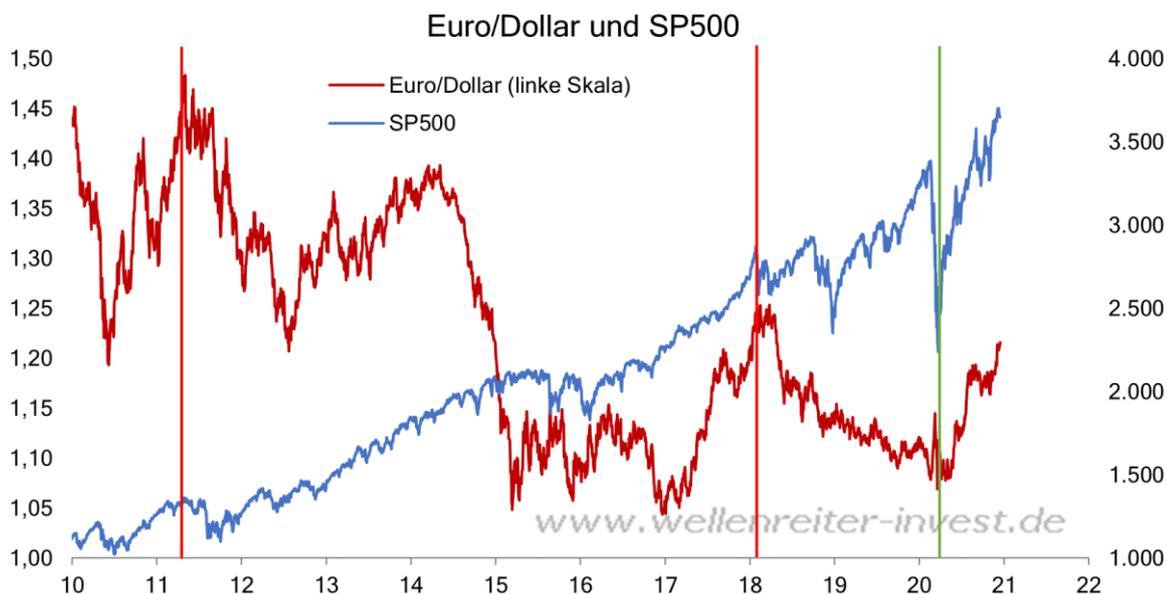


Abb. 3.13: Euro/USD und S&P 500 seit 2010

Im März 2020 bildeten Euro/USD und S&P 500 ein wichtiges Preistief auf. Anfang September fielen Euro/USD und S&P 500 gemeinsam in eine korrektive Bewegung und steigen seit Ende Oktober 2020 gemeinsam wieder an. Auch wenn die Korrelation in 2021 nicht unbedingt so stark positiv ausfallen muss wie in diesem Jahr, so dürfte der nächste Hochpunkt im Euro/USD gemeinsam mit dem S&P 500 zusammenfallen.

### Fazit

Der Euro/Dollar hat sich aus einer charttechnischen engen Situation befreit und strebt nach oben. Gemäß dem 16-Jahres-Zyklus könnte er bis zum Jahr 2023 oder 2024 steigen. Ein erstes Ziel ist die Marke von 1,25. Dieses Niveau ist aus technischer Sicht zunächst einmal als eine Haltestation anzusehen. Die Europäische Zentralbank wird darauf achten, dass sich der Anstieg im Rahmen hält. Bei 1,25 dürfte sie Maßnahmen ergreifen, die sich dem Aufwärtstrend des Euro zunächst entgegenstellen. Bereits Anfang September 2020 folgte beim Erreichen des Niveaus von 1,20 eine verbale Intervention, die den Kursanstieg temporär stoppte. Auch auf der Dezember-Sitzung betonte die EZB explizit, dass die Währungsentwicklung genau beobachtet werden dürfte. Insofern ist einem weiteren Anstieg eine enge Grenze gesetzt. Das Ausmaß der korrektiven Bewegung vor allem unter dem zeitlichen Gesichtspunkt wird im zweiten Halbjahr entscheidend sein, ob der Euro/USD das Niveau von 1,25 nachhaltig überwinden kann. Wir erwarten für das Jahr 2021 eine Handelsspanne von etwa 10 Cents in der Bandbreite 1,15/16 zu 1,25/26.

### 3.3. Dollar/Yen

Der Dollar/Yen läuft seit Ende der 1980er Jahre mehr oder weniger seitwärts. Immer wieder hat sich die Marke von 100 als Unterstützung für den Dollar herausgestellt (rote Pfeile folgender Chart). Die mögliche Dollar-Schwäche der kommenden Jahre sollte dafür sorgen, dass die 100-Punkte-Marke fällt. Diese Bewegung dürfte aber nicht in 2021 zu beobachten sein.

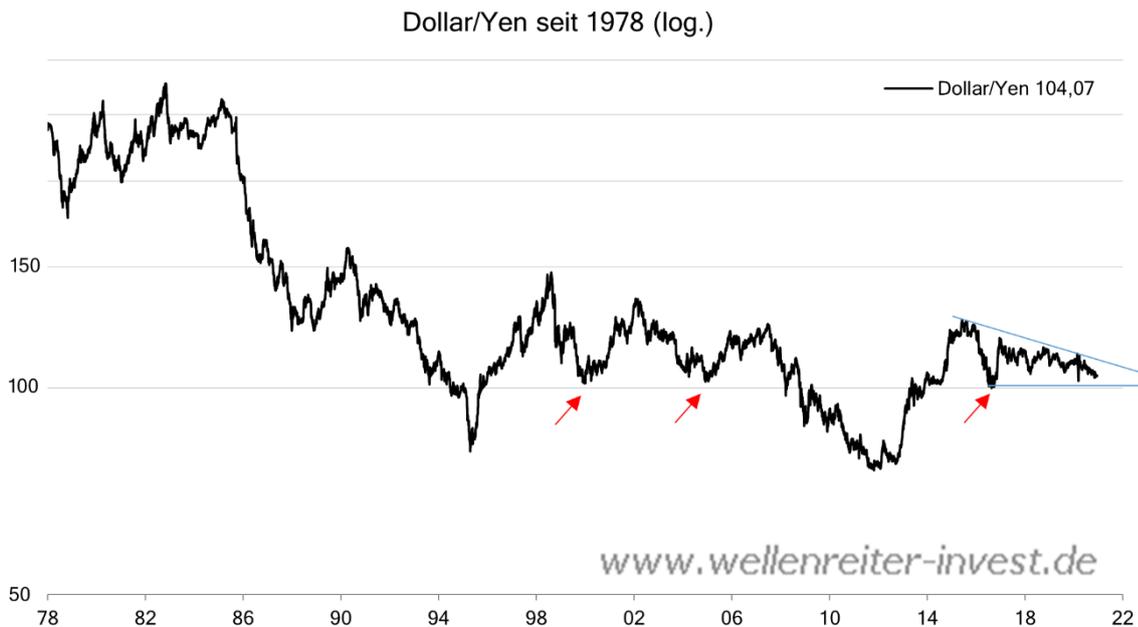


Abb. 3.14: Dollar/Yen Tageschart seit 1990

Die Abwärtsbewegung der letzten Jahre erfolgt ohne Dynamik und erinnert an die geringe Abwärtsdynamik des Euro/USD im Jahr 2019. Eine Bewegung mit einer geringen Dynamik kann von einer stärkeren Bewegung abgelöst werden. Die runde Marke von 100 Yen ist sehr wichtig und dürfte auch von der Bank of Japan genutzt werden, um zumindest verbal zu intervenieren. Insofern ist diese runde Marke der „Big Point“ im Jahr 2021 und dürfte zu einem möglicherweise stärkeren Anstieg des Dollar/Yen beitragen.

Der Dollar/Yen konnte über lange Zeit als Liquiditätsbarometer angesehen werden. Die Bedeutung als Carry Trade hat nachgelassen, da viele weitere Länder dem japanischen Weg der Nullzinspolitik gefolgt sind. Die Europäer haben in Bezug auf Negativzinsen Japan bei weitem überholt, seit 2017 ist diese Entwicklung in den Trendbewegungen des Euro/Dollar ablesbar. Er agiert als Risiko- bzw. Liquiditätsbarometer.

In den Jahren 2010-2016 galt diese Einschätzung für den Yen. In einer Risk-On-Phase stieg der Dollar/Yen, in einer Risk-Off-Phase gab er nach. Dies hat sich geändert, gut symbolisiert durch den nicht mehr vorhandenen Gleichklang zwischen dem Dollar/Yen und dem Nikkei Index.

### Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010



Abb. 3.15: Dollar/Yen und Nikkei Index

Der Strukturbruch ergab sich Ende 2016, seitdem ist der Euro global als die führende Carry-Trade-Währung anzusehen. Die danach noch vorhandene positive Korrelation zwischen Dollar/Yen und Nikkei war an Hoch- und Tiefpunkten in der Struktur noch erkennbar, lediglich die Kraft der Bewegung des Dollar/Yen nahm immer weiter ab. Überraschend ist die Entwicklung seit März 2020, die Korrelation ist negativ geworden: Der Dollar/Yen fällt, der Nikkei Index steigt.

Diese Veränderung lässt sich in der Korrelation Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen genauso verfolgen.

### Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen Tageschart

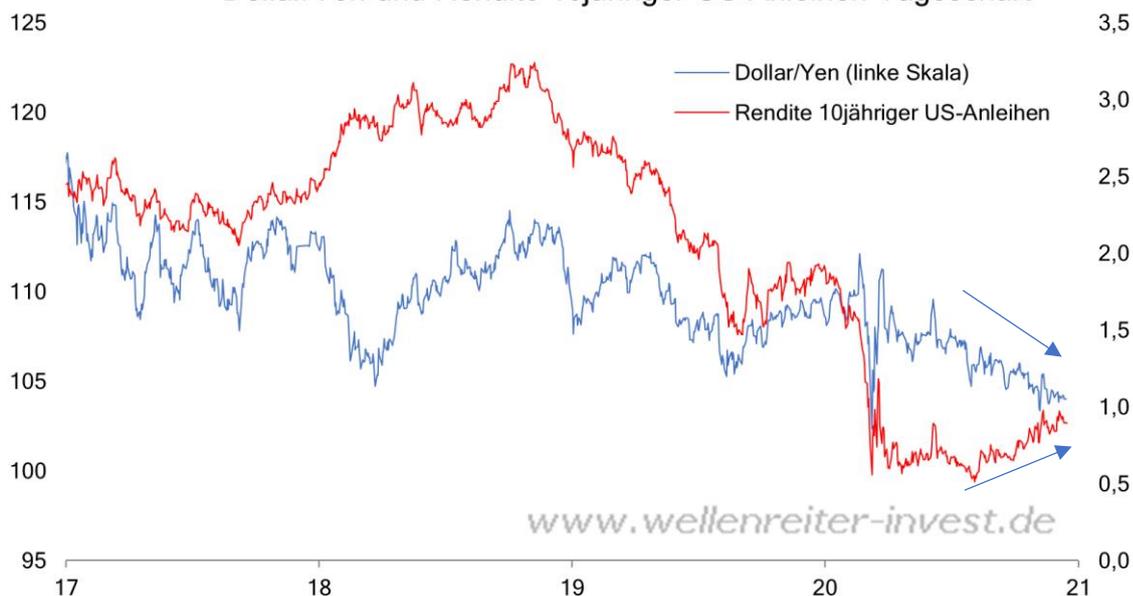


Abb. 3.16: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen

Ein Grund für das Aufbrechen des alten Trends dürfte sein, dass in der Vergangenheit Japaner aufgrund der Nullzinsen im eigenen Land verstärkt US-Staatsanleihen gekauft haben. Dort gab es vergleichsweise hohe Renditen. Nachdem die zehnjährige US-Rendite auch in den Nullbereich gefallen ist, ist dieser Anreiz verschwunden. Dies würde allerdings bedeuten, dass höhere US-Renditen den Anreiz für Japaner, wieder in US-Staatsanleihen zu investieren, erhöhen könnten und nur dann die frühere Korrelation zurückkehrt.

Die Positionierung am Terminmarkt lässt dem USD/Yen zunächst nur ein geringes Potential auf der Unterseite. Die Marke von 100 sollte daher halten und zu einer Gegenbewegung führen. Die Stärke der Gegenbewegung wird ein Indiz sein, ab wann die Gefahr des Unterschreitens zunimmt.

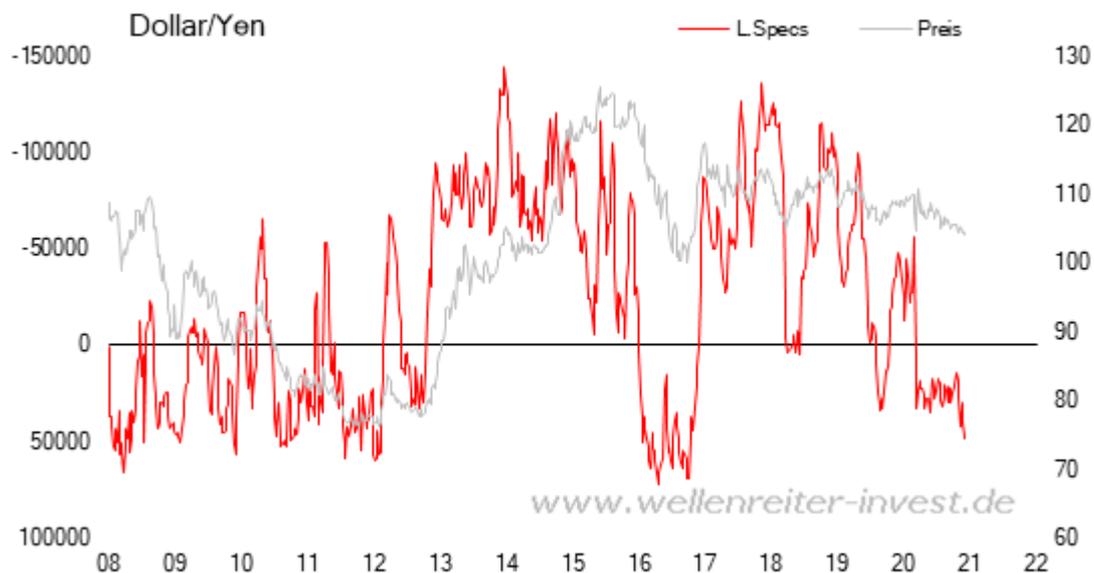


Abb. 3.17: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen

Der politische Wille dürfte dabei eine weitere Rolle spielen, so dass diese Marke im Jahr 2021 halten sollte.

Da die japanische Inflationsrate im Oktober 2020 erstmals seit dem Jahr 2016 ein Minuszeichen trägt (-0,4%), die US-Inflationsrate aber bei +1,2% notiert, vergrößert sich die Realzinsdifferenz zugunsten Japans. Dies stützt den Yen und lässt den Dollar/Yen rutschen.

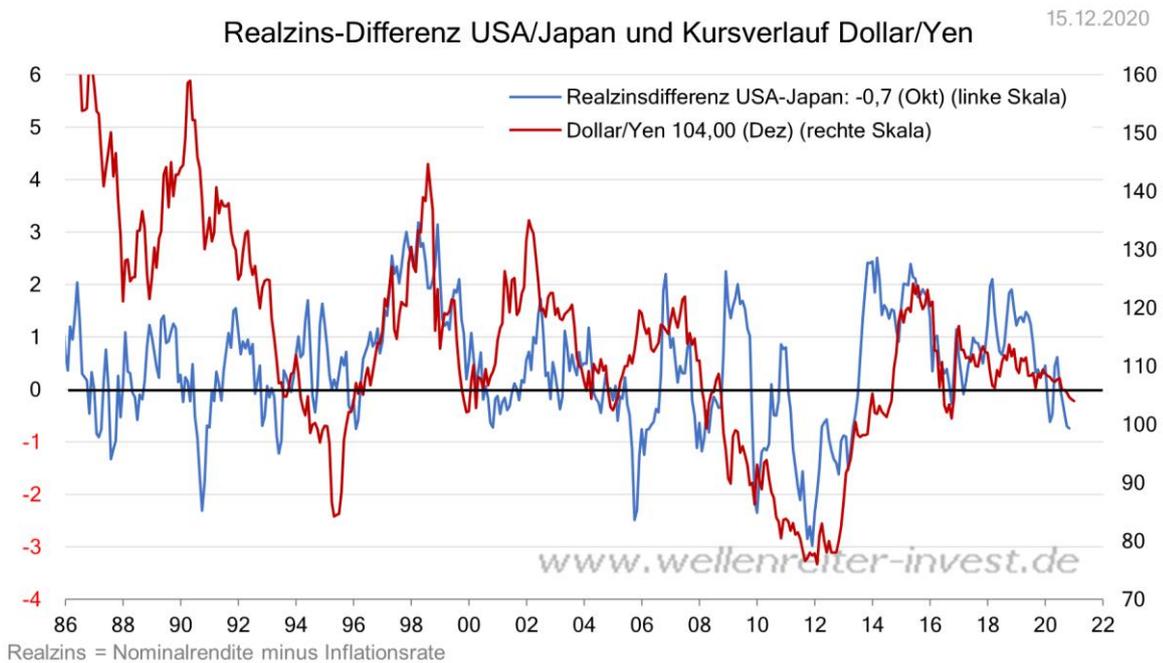


Abb. 3.18: Realzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen

Diese Differenz dürfte wegen der Basiseffekte im ersten Halbjahr 2021 noch zunehmen und sich danach abschwächen.

### 3.4 Rohstoff-Währungen

Der australische und der kanadische Dollar korrelieren historisch betrachtet positiv mit der Entwicklung von Gold- und Ölpreis. Die Korrelation des australischen Dollars gegenüber dem Goldpreis ist seit März 2020 wieder positiv, nachdem sie in 2019 nicht erkennbar war.

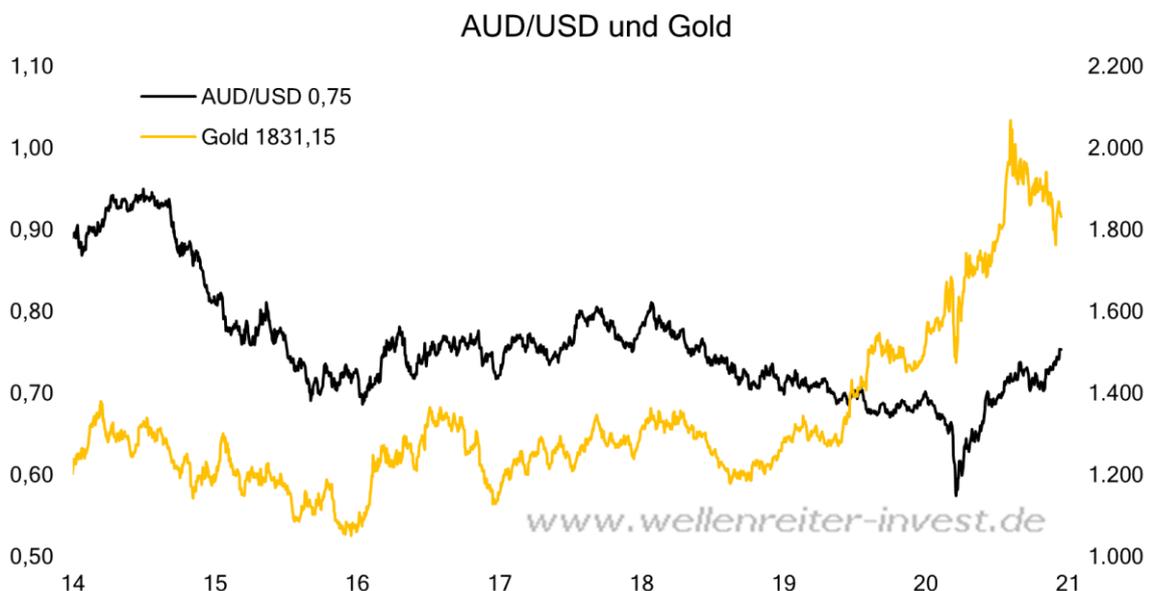


Abb. 3.19: AUD/USD und Gold

Australien hat in diesem Jahr zum ersten Mal seit (30!) Jahren eine Rezession erlebt, die australische Notenbank hat mit einem Absenken des Leitzinssatzes auf historische Rekordtiefs reagiert. Mit 0,25 Prozent Leitzinssatz ist auch in Australien das Regime der Nullzinsära eingeleitet. Die australische Währung hat im September/Oktober 2020 nur eine sehr moderate Korrektur vollzogen. Sie zeigt damit ein ähnliches Verhalten wie der Euro/USD und zeigt relative Stärke gegenüber dem Goldpreis, der eine größere Phase der Preisschwäche zwischen August und Ende November zeigte. Technisch dürfte die australische Währung an den Hochpunkt von Januar 2018 steigen.

Die Korrelation des australischen Dollar zum Goldpreis entspricht der Korrelation des kanadischen Dollar zum Ölpreis.

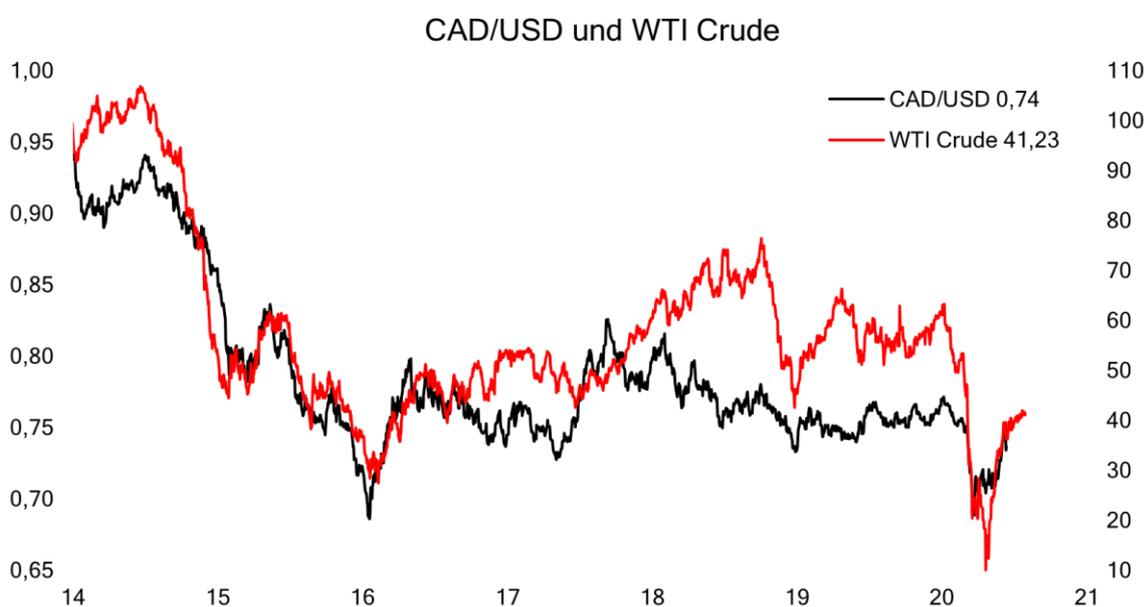


Abb. 3.20: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl

Wie in Australien, so liegt auch in Kanada der Leitzinssatz nur noch bei 0,25 Prozent. Die früher zu beobachtenden höheren nominalen Leitzinsen der beiden Rohstoffländer sind damit faktisch Geschichte. Im Gegensatz zur australischen Währung konnte der kanadische Dollar sein Bewegungstief vom Januar 2016 verteidigen. Damals sorgte der starke Ölpreisverfall auf 25 US-Dollar für eine größere Schwäche der kanadischen Währung. Die damit entstandene Doppeltiefformation der Jahre 2016 und 2020 ist als ein stabiles Fundament für eine längerfristige Erholungsphase anzusehen. Aufgrund des starken Rückgangs des Ölpreises rückt für die kanadische Währung aber der Hochpunkt von Ende 2019 in den Vordergrund, der einen sehr starken Widerstand auf der Oberseite darstellt.

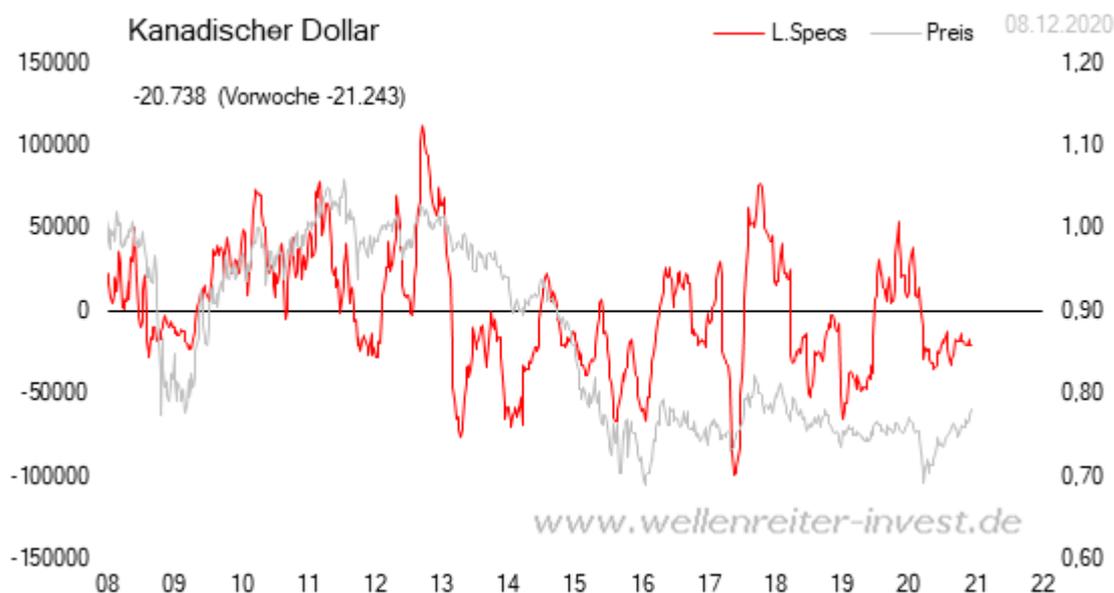


Abb. 3.21: Kanadischer Dollar Großspekulanten

Die bestehende Netto-Short-Positionierung der Großspekulanten im kanadischen Dollar lässt einen weiteren Anstieg dieser Rohstoffwährung erwarten.

### 3.5 Britisches Pfund

Seit dem Brexit-Referendum von Mitte 2016 notiert das britische Pfund gegenüber dem US-Dollar unterhalb der wichtigen Marke von 1,40.

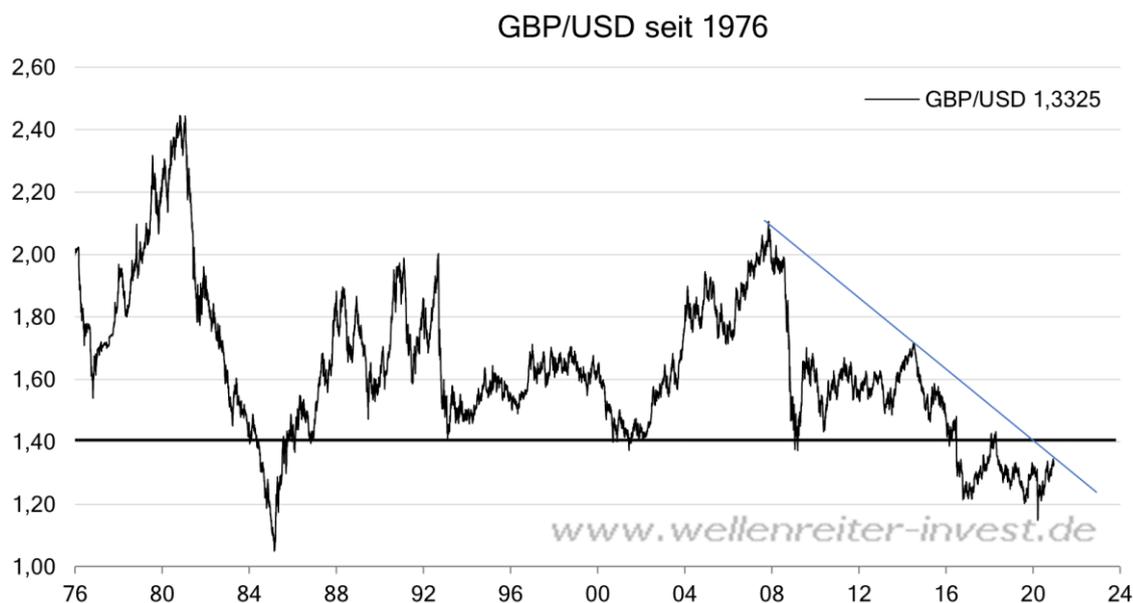


Abb. 3.22: GBP/USD seit 1976

Das Britische Pfund/Dollar hat nach dem Brexit-Votum Ende 2016 ein Preistief erreicht und seitdem einen Boden ausgebildet. Eine solche Formation ist eine stabile Formation

für eine Trendwende nach oben, die den Abwärtstrend seit 2008 beenden kann. In diesem Jahr ist das Währungspaar an den recht steilen und fallenden Trend seit der Finanzkrise angestiegen. Dieser Test kann das Währungspaar temporär stoppen, mit einem Bruch des Abwärtstrends ist im kommenden Jahr zu rechnen. Der „Big Point“ im Chart ist die Marke von 1,40 auf der Oberseite. Dieser Bereich muss zunächst als Ziel im Jahr 2021 angesehen werden.

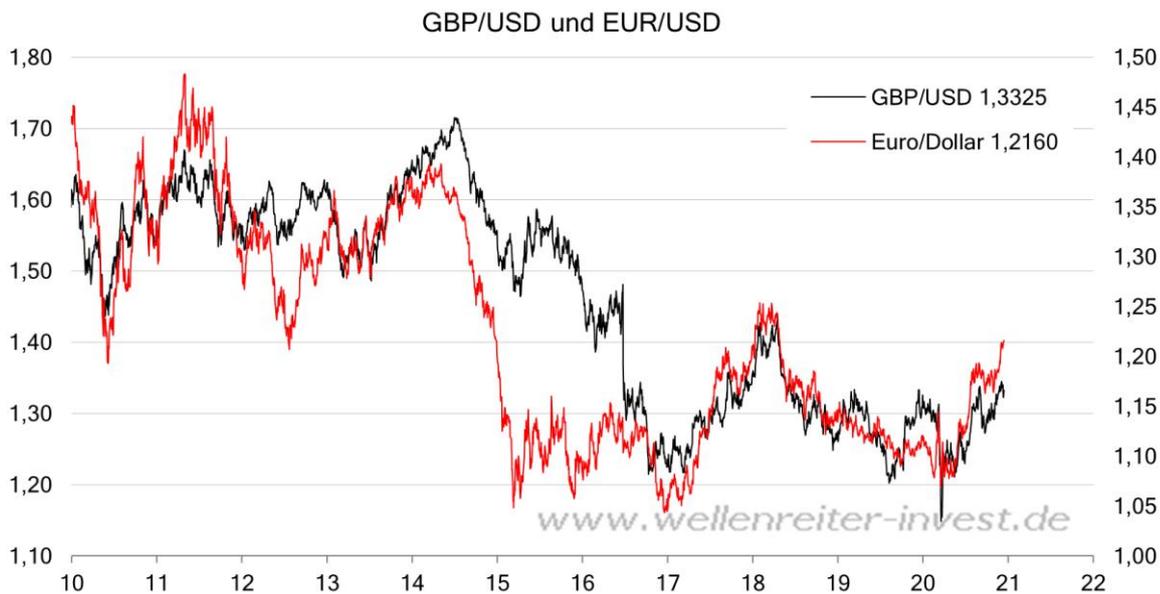


Abb. 3.23: GBP/USD und EUR/USD seit 2010

Das Thema „Brexit“ mag weiterhin in den Medien präsent sein und die Agenda von Premierminister Boris Johnson dadurch geprägt sein, dass er in die Historie eingehen möchte, als Premier, der Großbritannien von der EU löste. Der Blick auf die Entwicklung des Euro/Dollar und des Britischen Pfunds/Dollar zeigt seit 2017 einen Gleichlauf der beiden Währungspaare an, sie agieren wie siamesische Zwillinge. Der Kapitalmarkt sieht nicht die persönlichen Eitelkeiten, sondern indiziert weit weniger emotional, dass die wirtschaftlichen Abhängigkeiten in beiden Richtungen auch in der Zukunft bestehen bleiben. Insofern erwarten wir auch im Jahr 2021 einen quasi Gleichlauf der beiden Währungspaare mit dem starken Widerstand aus dem Januar 2018.

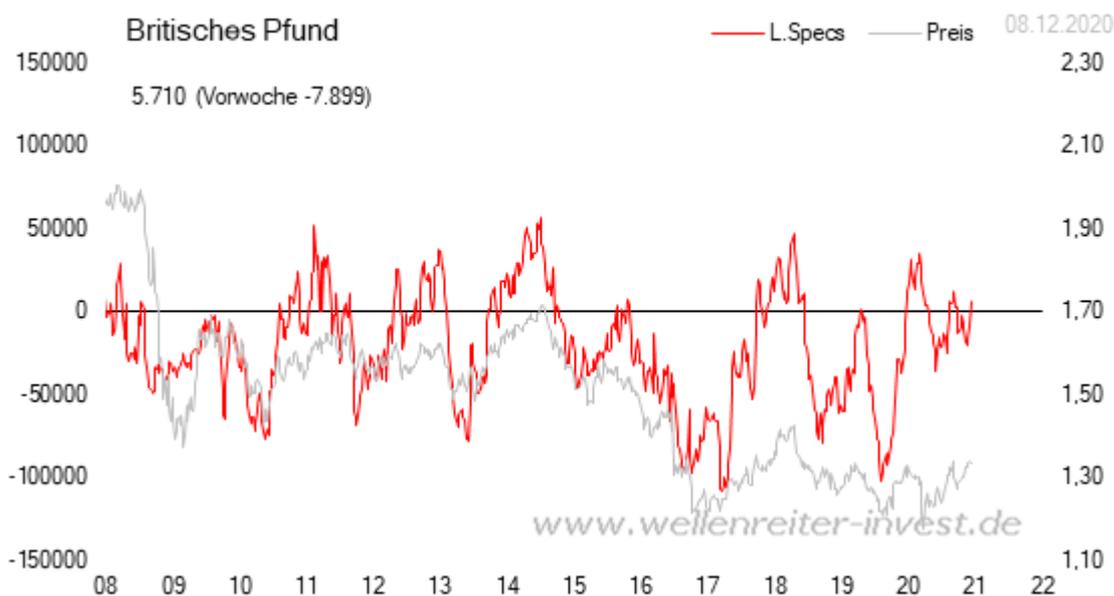


Abb. 3.24: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD

Am Terminmarkt herrscht nahezu eine neutrale Netto-Positionierung der Großspekulanten. An wichtigen Hochpunkten lag jeweils eine Netto-Long-Positionierung in der Bandbreite von etwa 50.000 Kontrakten vor. Daher besteht noch etwas Potential auf der Oberseite.

### 3.6 Schweizer Franken

Der Schweizer Franken/Dollar ist wie die zuvor besprochenen Währungspaare seit März 2020 angestiegen. Der Unterschied zu allen anderen Währungspaaren liegt darin, dass er das Bewegungshoch von 2018 mittlerweile übertroffen hat. Das Ziel des Währungspaares dürfte das Preishoch von 2014 darstellen. Dieses Hoch würde das obere Ende einer Handelsspanne von etwa 15 Prozent darstellen.

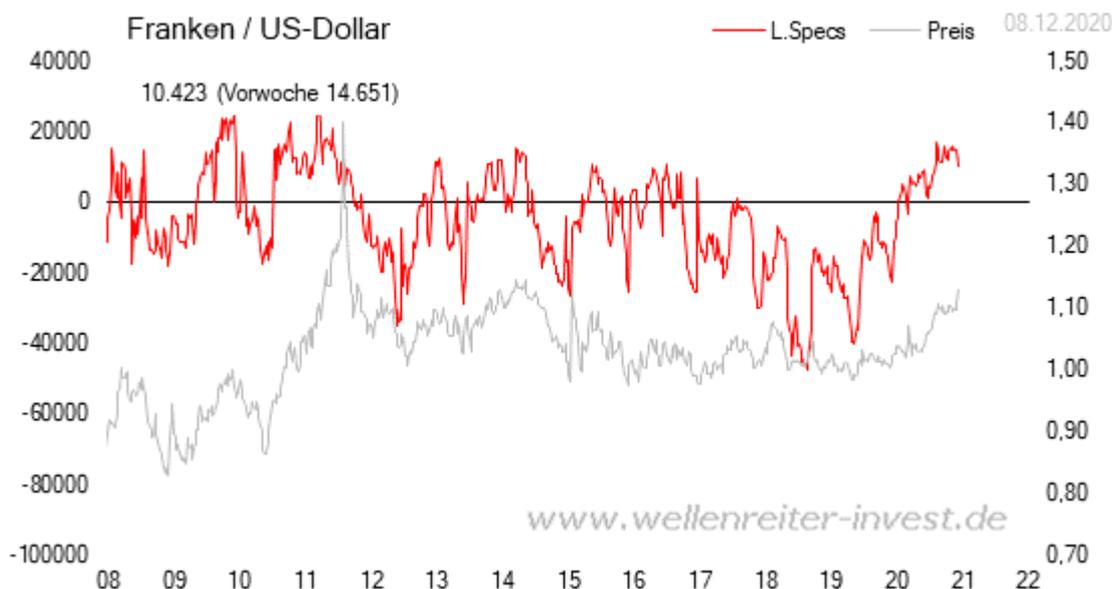


Abb. 3.25: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD

Die Netto-Positionierung der Großspekulanten lässt dem Schweizer Franken auf der Oberseite nur sehr wenig Luft. An den Zinsdifferenzen dürfte sich im Jahr 2021 wenig bewegen, in den USA wurde allerdings im Jahr 2020 ein wichtiger Tiefpunkt erreicht, so dass die leichte Befestigung anhalten kann.

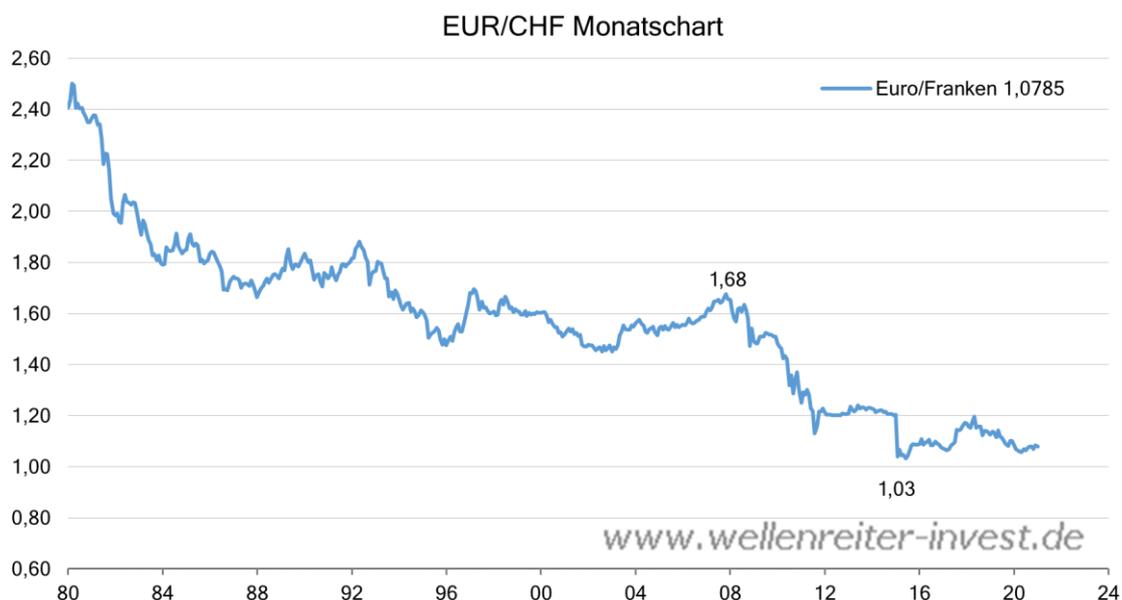


Abb. 3.26: EUR/CHF

Der Euro/Schweizer Franken notierte im Januar 2018 bei 1,20, davon ist das Währungspaar deutlich entfernt. Die beiden Notenbanken der Schweiz und Europas sind die Rekordhalter in Sachen Negativzinsen und dementsprechend handelt das Währungspaar mit einer extrem geringen Volatilität. Eine veränderte Zinspolitik oder auch nur die Ankündigung einer veränderten Zinspolitik ist im Jahr 2021 nicht zu erwarten, so dass die Aussicht auf einen stabilen Wechselkurs Euro/Schweizer Franken gut ist.

### Fazit

In vielen Währungspaaren sind die Hochpunkte aus dem Januar 2018 wichtige Widerstände. Sie agieren als Stoppschild der Aufwertung der einzelnen Währungspaare gegenüber dem US-Dollar. In einer korrektiven Phase wird der reflationäre Kapitalmarkt-trend der letzten Monate in eine deflationäre Bewegung umschlagen. Dabei werden US-Staatsanleihen und der US-Dollar aufwerten. Die Statistik würde eine solche Entwicklung primär im ersten Quartal erwarten lassen.

### 3.7 Bitcoin

Der Handel mit Bitcoin-Futures an der führenden US-Futures-Börse CME erlebt seit Ende März 2020 einen rasanten Aufschwung. Im Zuge der Zinssenkungs- und Liquiditätsmaßnahmen stieg das Open Interest (Anzahl der offenen Kontrakte) zuletzt auf 11.750 Kontrakte an. Dies entspricht einer Vervielfachung des Interesses gegenüber dem März.

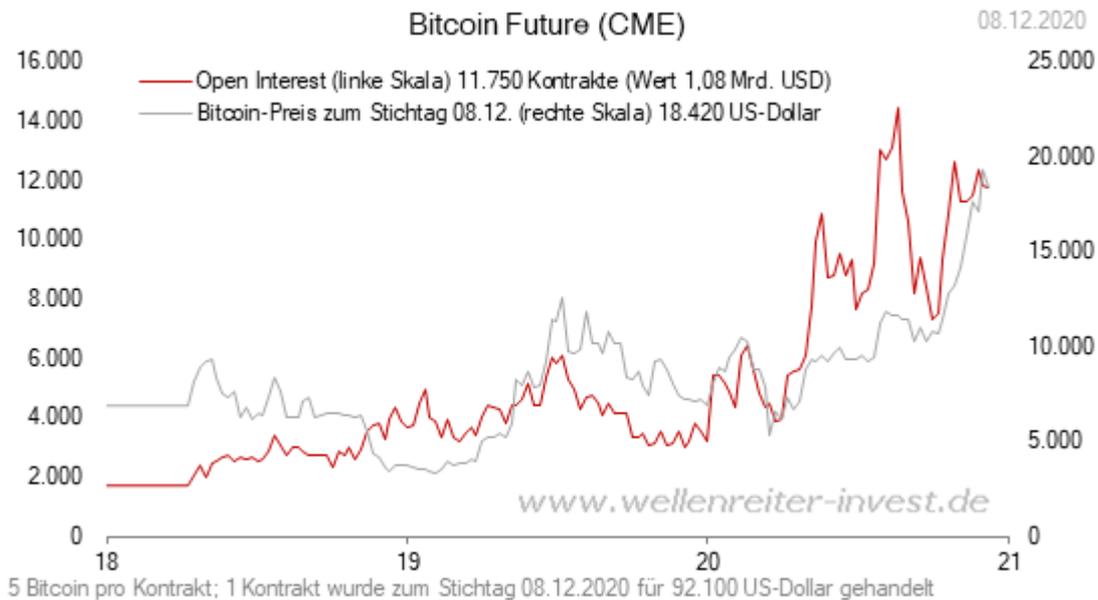


Abb. 3.27: Bitcoin Open Interest

Über den Bitcoin-Handel an der CME wissen wir aufgrund der CoT-Daten, dass der CME-Futures-Long-Handel von den Kleinspekulanten (Non-Reportable Positions) getrieben wird. Die Großspekulanten halten Gegenpositionen.

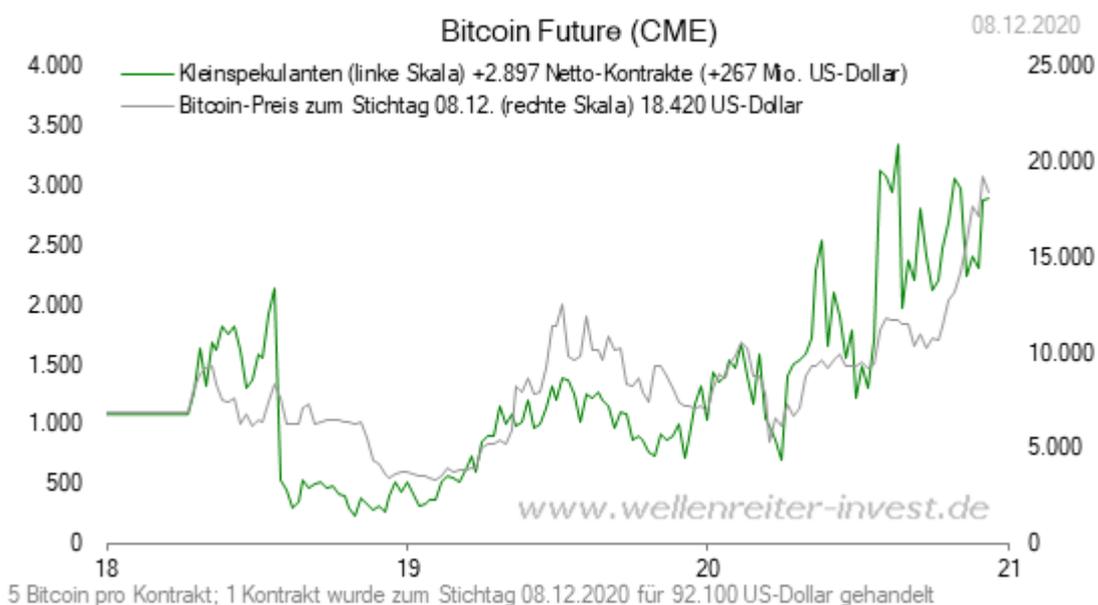


Abb. 3.28: Bitcoin Kleinspekulanten

Die Beschreibung Kleinspekulanten ist allerdings irreführend, wenn man bedenkt, dass das Minimum von einem Kontrakt an der CME für etwa 90.000 US-Dollar (5xmal Bitcoin-Preis) gehandelt wird.

Bitcoin verfügt über eine positive Korrelation zum Euro/Dollar und damit über eine negative Korrelation zum US-Dollar.

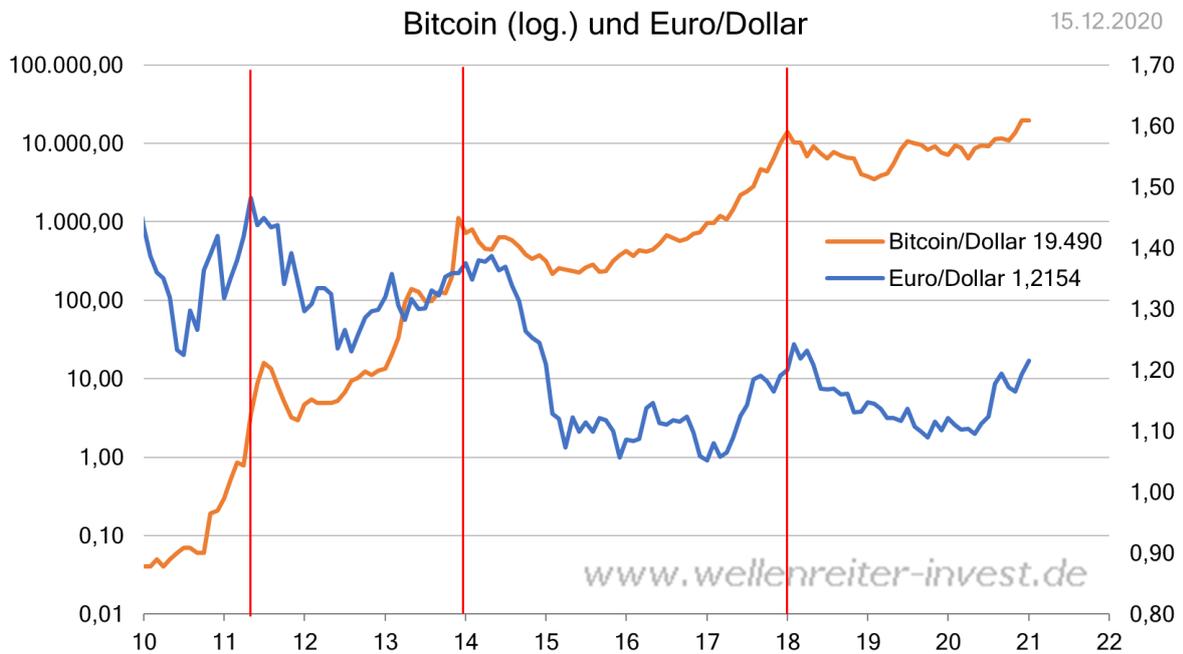


Abb. 3.29: Bitcoin und Euro/Dollar

Als Faustregel kann gelten: Je schwächer der US-Dollar notiert, desto stärker wird Bitcoin. Die Überschuss-Liquidität und die Suche nach alternativen Anlageformen in einem Niedrigzinsumfeld beflügeln Bitcoin.

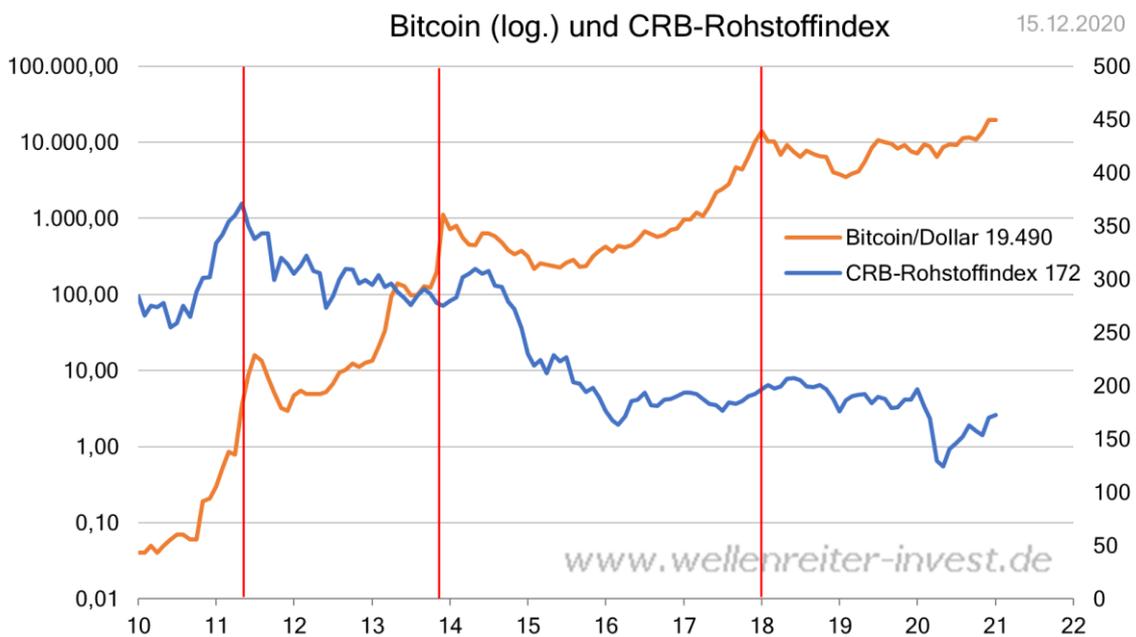


Abb. 3.30: Bitcoin und CRB-Rohstoffindex

Da der Euro/Dollar und der CRB-Index positiv korrelieren, erscheint es logisch, dass auch Bitcoin und der CRB-Index Verlaufsähnlichkeiten aufweisen (obiger Chart).

Das Bitcoin-Gesamtbild bleibt bullish. Die seit 2018 laufende Konsolidierung scheint in eine Aufwärtsbewegung übergehen zu wollen, die durchaus dynamisch ausfallen könnte. Bitcoin hat in der Vergangenheit die Wegstrecken zwischen zwei 10er-Potenzen jeweils innerhalb von Monaten zurückgelegt.

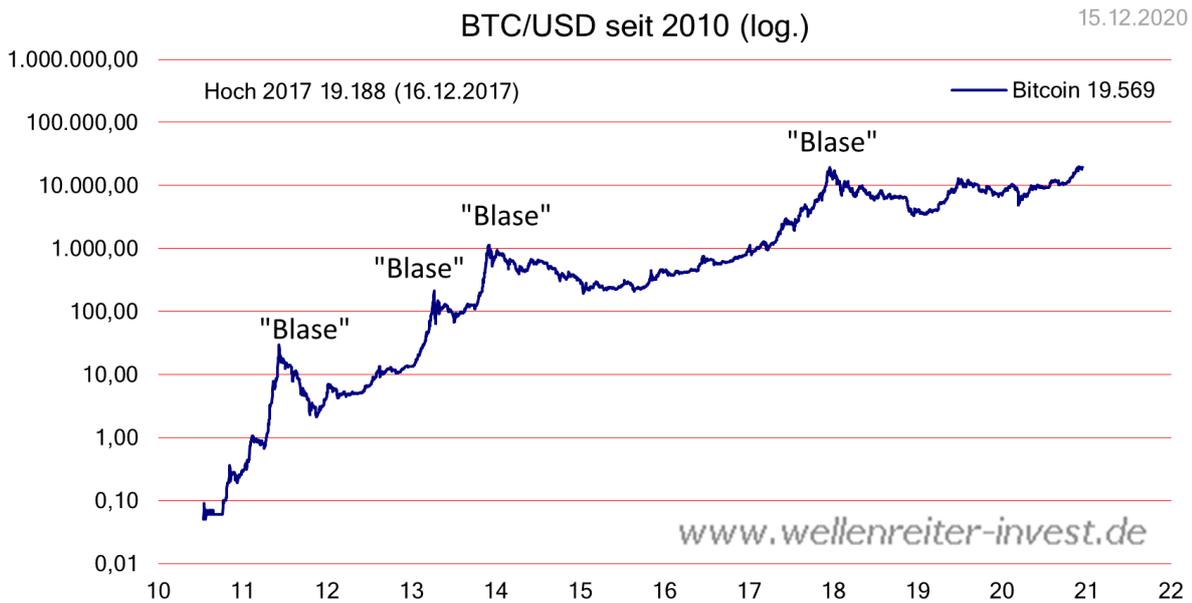


Abb. 3.31: Bitcoin seit 2010

Die Preisanstiegspause und die geringere mediale Aufmerksamkeit sind zum Ausbau von Technologien genutzt worden. Auch verfolgen die Zentralbanken weiterhin die Idee eines digitalen US-Dollar oder eines digitalen Euro (CBDC-Central Bank Digital Currency). Sollte Bitcoin einen neuen Anlauf nehmen, die nächste Stufe zu erreichen, dann käme die Marke von 100.000 Dollar als Ziel in Frage.

Das frühere Allzeithoch in Bitcoin vom 16.12.2017 wurde im November 2020 angelaufen, aber nicht überwunden.



Abb. 3.32: Bitcoin/Dollar Tageschart

Die Formation wirkt wie eine Tasse/Henkel-Formation, wobei die Ausbildung eines Henkels einige Monate in Anspruch nehmen sollte. Die Unterstützungen beginnen bei 15.000 US-Dollar (50-Tage-Linie). Weitere Hilfen stellen das Juli-2019-Hoch bei 13.000 Dollar und die 200-Tage-Linie bei 10.700 Dollar dar. Die Betrachtung der Formation lässt einen Fall unter die 10.000-Dollar-Marke unwahrscheinlich erscheinen.

Bitcoin hat in den vergangenen Jahren seine Funktion als Vorwarnpunkt für den S&P 500 immer wieder eindrucksvoll bewiesen, ob Ende 2017, im Februar 2020 oder auch Mitte August 2020 mit der Ankündigung des S&P 500-Verlaufshochs vom 2.9. 2020.

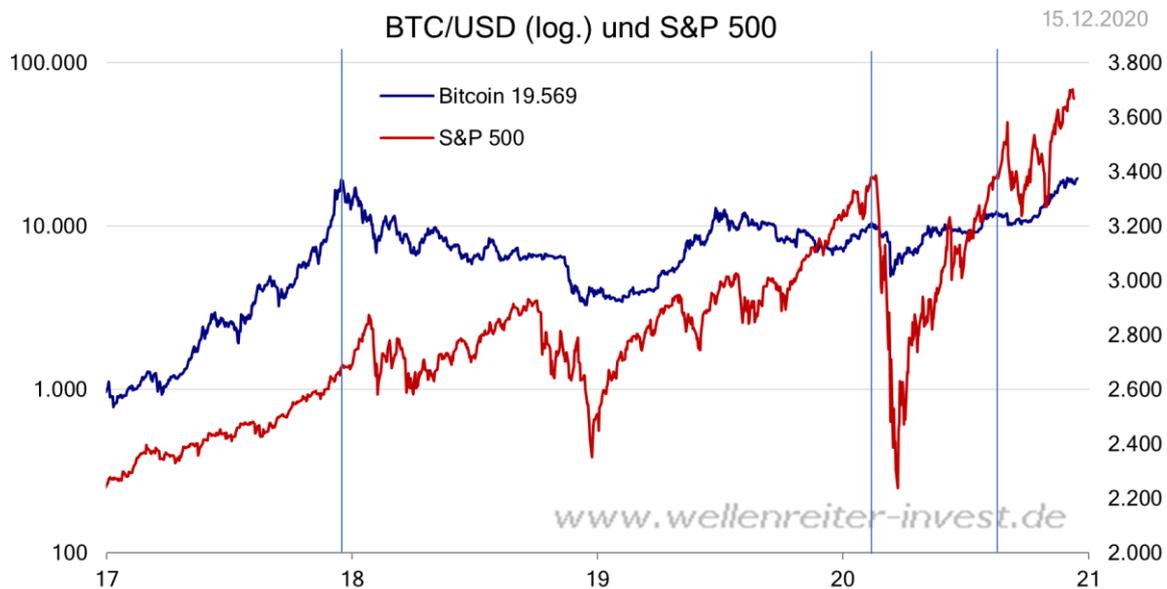


Abb. 3.33: Bitcoin und S&P 500

Auch an wichtigen Tiefpunkten - wie an Weihnachten 2018 oder dem S&P 500-Crash-Tief vom 23. März 2020 - lief Bitcoin voraus. Die Kryptowährung bildete ein Doppeltief am 12. und 16. März aus. Bitcoin ist offensichtlich ein Indikator für die Risikoneigung der Investoren geworden.

### **Fazit**

Bei Bitcoin hat sich das Narrativ des digitalen Goldes verbreitet. So sehr der fundamentale Wert des Bitcoins strittig ist, so hat Bitcoin aufgrund der gestiegenen Marktkapitalisierung seinen Stellenwert in der Finanzmarktanalyse erhalten. Bitcoin kann als Liquiditäts- und Risikobarometer betrachtet werden. Es handelt sich zudem um ein Asset, welches sich wie eine Währung verhält. Die positive Korrelation zum Euro/Dollar kommt nicht von ungefähr. Aus Dollar-Sicht besteht eine inverse Beziehung, sodass im Dollar-Raum beheimatete Analysten leichtfällt, den Dollar gegenüber Bitcoin meinungstechnisch abzuwerten. Aber ganz so ist es nicht, denn der Euro/Dollar verfügt im Bereich von 1,25 über einen großen Widerstand. Analog dazu sollte Bitcoin in dem Moment ein Hoch ausbilden, in dem der Euro diesen Widerstand erreicht. Grundsätzlich könnte Bitcoin die Eigenschaft helfen, nicht beliebig vermehrbar zu sein. Sollte es zu einem Rückschlag kommen, würde der Bereich zwischen 10.000 und 13.000 Dollar eine solide Unterstützungszone darstellen.

## 4. Der Rohstoffmarkt

### 4.1 Rohstoffmarkt langfristig

Der CRB-Index berücksichtigt 17 Rohstoffe und ist der älteste Rohstoffindex auf den Finanzprodukte emittiert werden (seit 1957). Nach einem Kursverlust von mehr als 70 Prozent zwischen Sommer 2008 und dem März 2020 steigt der Index seit einem drei-viertel Jahr.

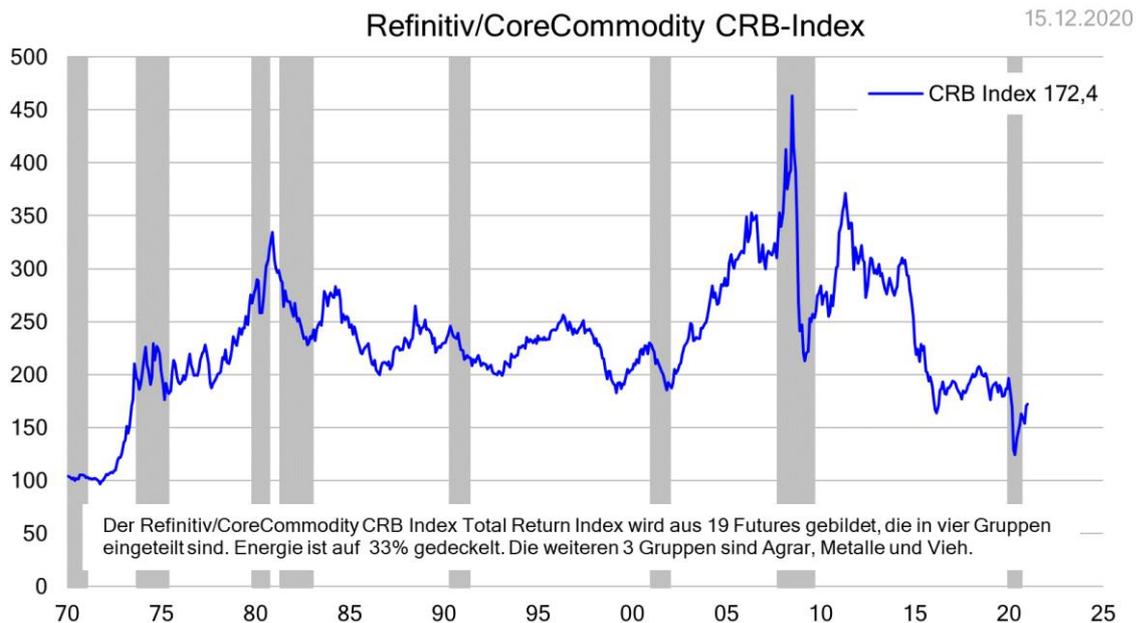


Abb. 4.1: CRB-Index seit 1970

Der Index fiel auf das Niveau der ersten Hälfte der 70iger Jahre zurück. Am Ende einer Rezession haben sich Preistiefs gebildet und die Rohstoffpreise steigen an. Die Intensität des Anstiegs hängt von der Entwicklung des US-Dollars ab. Das Tief des Jahres 2020 stellt den Abschluss der Baisse dar, die im Jahr 2008 begann.

Der 30-Jahres-Vergleich sieht das Ende der Phase fallender Rohstoffpreise noch nicht gekommen. Danach würde erst in den Jahren 2022/23 eine länger anhaltende Aufwärtsphase beginnen (siehe Pfeil folgender Chart).

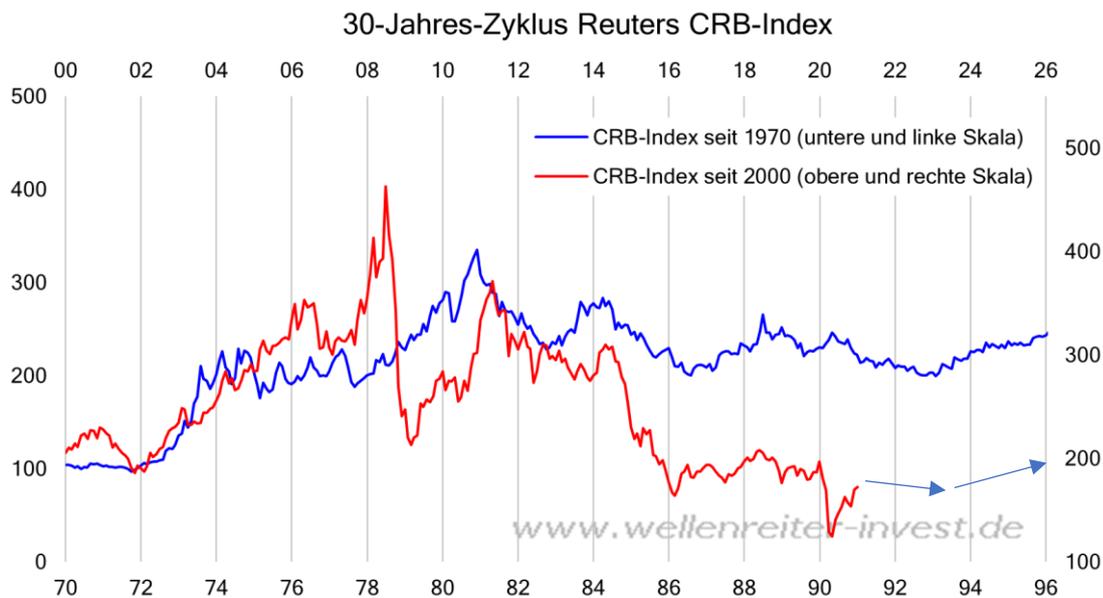


Abb. 4.2: 30-Jahres-Zyklus Reuters CRB-Index

Zuvor würde eine leichte Abwärtsneigung überwiegen, die nach dem starken Rückgang im Jahr 2020 keine neuen Bewegungstiefs mit sich bringen würde. Wir würden nach einer V-förmigen Erholung des CRB-Index eine nur soft Abwärtsbewegung erwarten.

Aus Intermarketsicht ist die Bedeutung der Entwicklung des Euro/US-Dollar hervorzuheben. Der Euro/Dollar korreliert langfristig positiv mit dem CRB-Index, die großen Trendbewegungen erfolgen gemeinsam.

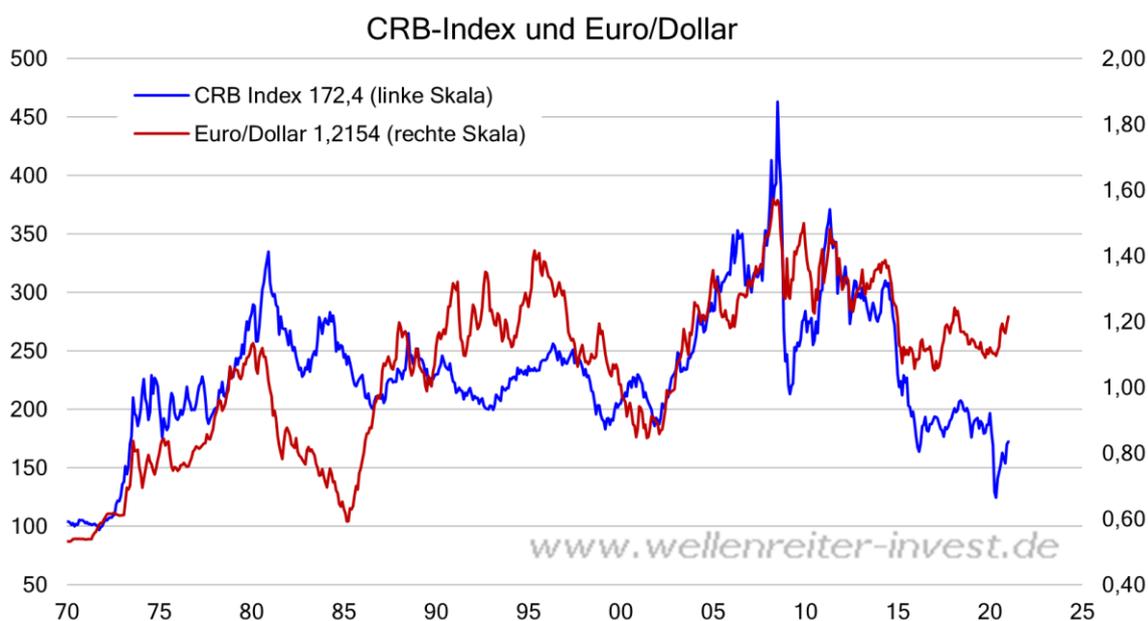


Abb. 4.3: CRB-Index und Euro/Dollar seit 1970

Der Euro/US-Dollar hat im Jahr 2020 keine neuen Bewegungstiefs gegenüber dem Jahr 2016 ausgebildet, diese Divergenz unterstreicht die Bedeutung der Ausbildung eines wichtigen mittelfristigen Tiefpunktes. Dafür spricht nicht nur die Wiederbelebung der industriellen Produktion, sondern auch im Frühjahr gesehene Extremsituation im Ölpreis, die einen Abwärtszyklus abgeschlossen ist.

## 4.2 Erdöl

Der Welt-Ölverbrauch fiel im Corona-Jahr 2021 um etwa 6% auf 95 Mio Barrel. Im Jahr 2021 sollen laut US-Energiebehörde (EIA) 98,4 Mio. Barrel Öl konsumiert werden, was einem Anstieg von 4,2% gegenüber dem Jahr 2020 entsprechen würde. Auch wenn der Corona-Einbruch merklicher war als der Rückgang des Ölverbrauchs in der Finanzkrise (etwa 1,5%), bleibt der Trend eines steigenden globalen Erdölverbrauchs intakt. Das Verbrauchshoch von 2019 wird im Jahr 2021 nicht übertroffen.

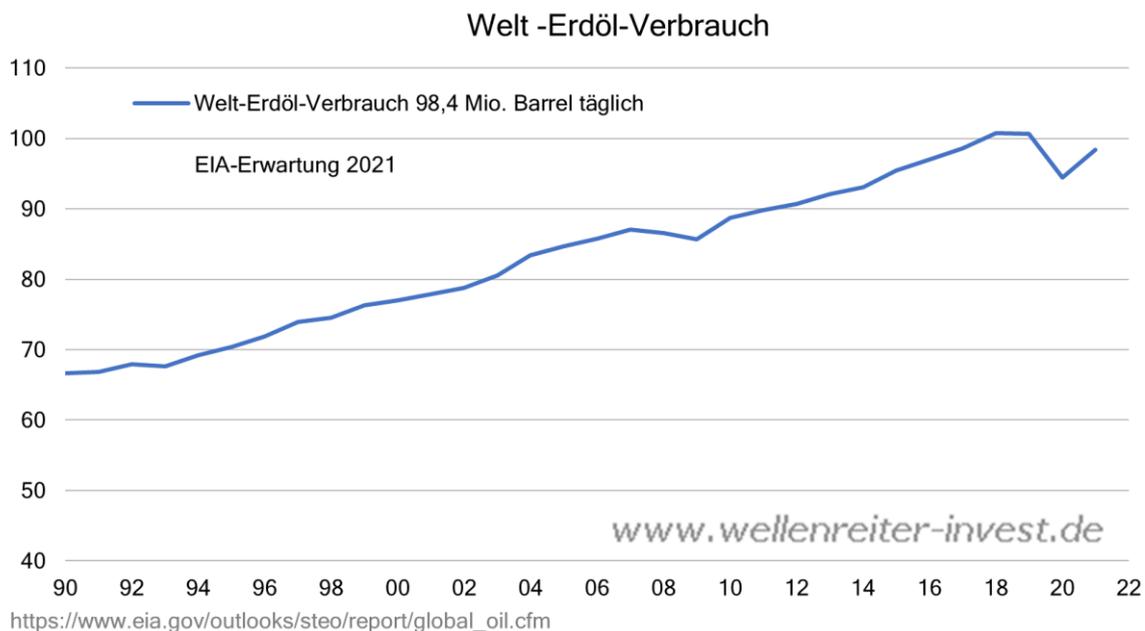


Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)

Etwa 25 Mio. Barrel Öl täglich werden für PKWs gefördert, LKWs vereinigen etwa 15 Mio. Barrel Öl pro Tag auf sich. Demnach wird etwa 40% der Ölproduktion im landgebundenen Transport verbraucht. Für Schiffe und Flugzeuge wird täglich je 5 Mio. Barrel Öl produziert. Die Umrüstung von Schiffen ist keine Kleinigkeit, zumal internationale Regelungen und Anreize fehlen. Auch in der Flugzeugindustrie dürfte die Entwicklung hin zu anderen Antriebsarten wie Wasserstoff Dekaden benötigen. Im LKW-Sektor wird geforscht, aber umgesetzt wird in den kommenden drei bis fünf Jahren wohl eher wenig.

Hingegen wird die Umrüstung des PKW-Sektors weg vom Verbrennungsmotor von den Autoherstellern ernsthaft angegangen. Verbrennerverbote wie in Großbritannien ab dem Jahr 2030 sowie die Vorgaben hinsichtlich des CO<sub>2</sub>-Flottenverbrauchs erhöhen den Druck. Die Zulassungszahlen für E-Autos steigen in vielen Ländern. Im November 2020 war jedes zehnte neu in Deutschland zugelassene Fahrzeug ein reines Elektroauto. Zu Beginn des Jahres betrug der Anteil 3,0 Prozent. Die anhaltenden Förderungen des Staates beim Kauf von Elektroautos und die Ausweitung der Modellpalette aller PKW-Hersteller sprechen dafür, dass sich der Marktanteil der Elektroautos bei den Neuzulassungen fortsetzen wird.

Wenn es gelänge, in den kommenden 10 Jahren die Hälfte der Verbrennungsmotoren zu ersetzen – was aufgrund des Bestands ambitioniert erscheint –, würden möglicherweise 12 Mio. Barrel Öl täglich weniger verbraucht werden. Dies gilt aber nur dann, wenn PKW-Bestand insgesamt nicht weiter steigen würde – was unrealistisch ist. Ein „Peak-Öl-Konsum“ könnte man unter diesen Umständen auf den Zeitraum Mitte bis Ende der 2020er Jahre ansetzen. Im Transportsektor wird Erdöl noch eine längere Zeit benötigt werden, von der petrochemischen Industrie gar nicht zu reden. Deshalb wird die Erdölförderung auch in den kommenden Dekaden eine große wirtschaftliche Bedeutung haben.

Die US-Erdöl-Produktion erfuhr im Jahr 2020 einen Dämpfer. Im September wurden 10,9 Mio. Barrel täglich produziert. In der Spitze zu Jahresbeginn wurden 13 Mio. Barrel täglich gefördert.

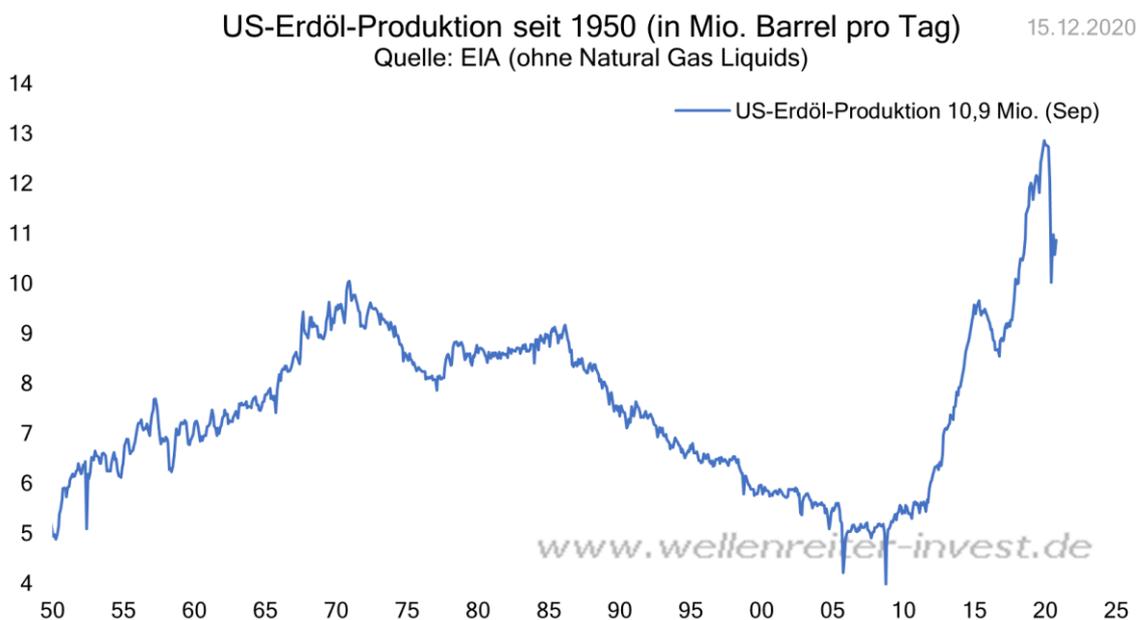


Abb. 4.5: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)

Erst im Bereich von etwa 40 Dollar liegt der Ölpreis so niedrig, dass die US-Produktion nicht weiter erhöht wird. Da der Ölpreis jetzt wieder oberhalb dieser Schwelle liegt, wird sich die US-Produktion sukzessive erhöhen. Die USA konnte den Spitzenplatz als größter globaler Ölproduzent verteidigen und dürfte diese Stellung beibehalten.

Die von der Internationalen Energieagentur (IEA) und in der BP-Statistik veröffentlichten Zahlen liegen etwa 20 Prozent höher, weil beide Organisationen die flüssigen Erdgaskomponenten („Natural Gas Liquids“) ebenfalls als „Öl“ bezeichnen, im Gegensatz zur US-Energie-Agentur (EIA).

Die EIA sieht den Ölverbrauch in Q4 2020 und in Q1 2021 oberhalb der Produktion. Erst ab dem zweiten Quartal 2021 sollen sich Verbrauch und Förderung angleichen.

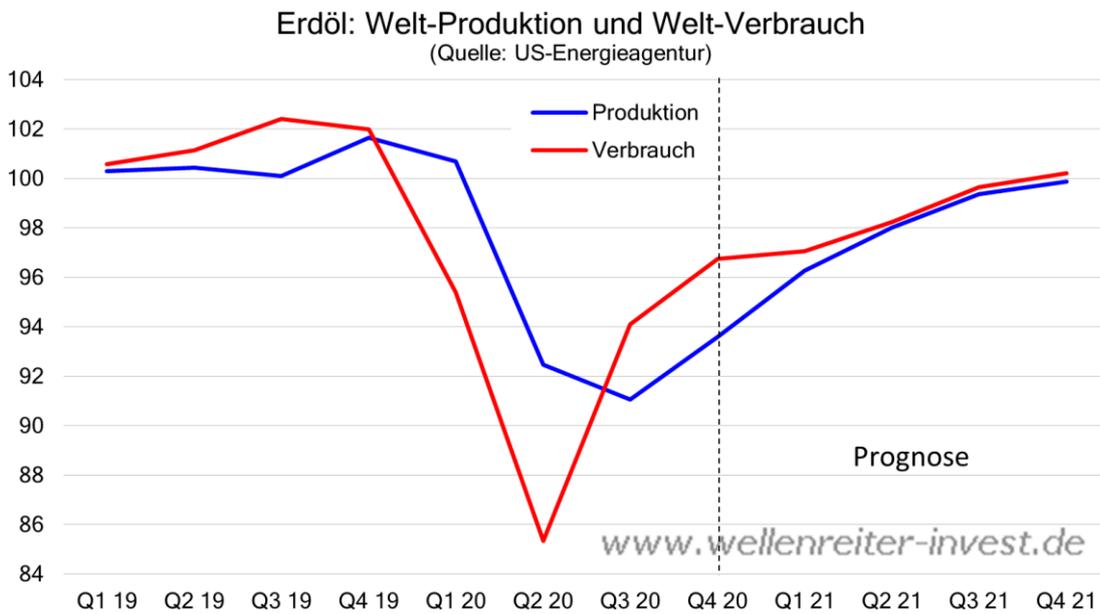


Abb. 4.6: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch

In der Vergangenheit wirkte sich ein Nachfrageüberhang positiv auf den Ölpreisentwicklung aus (folgender Chart).

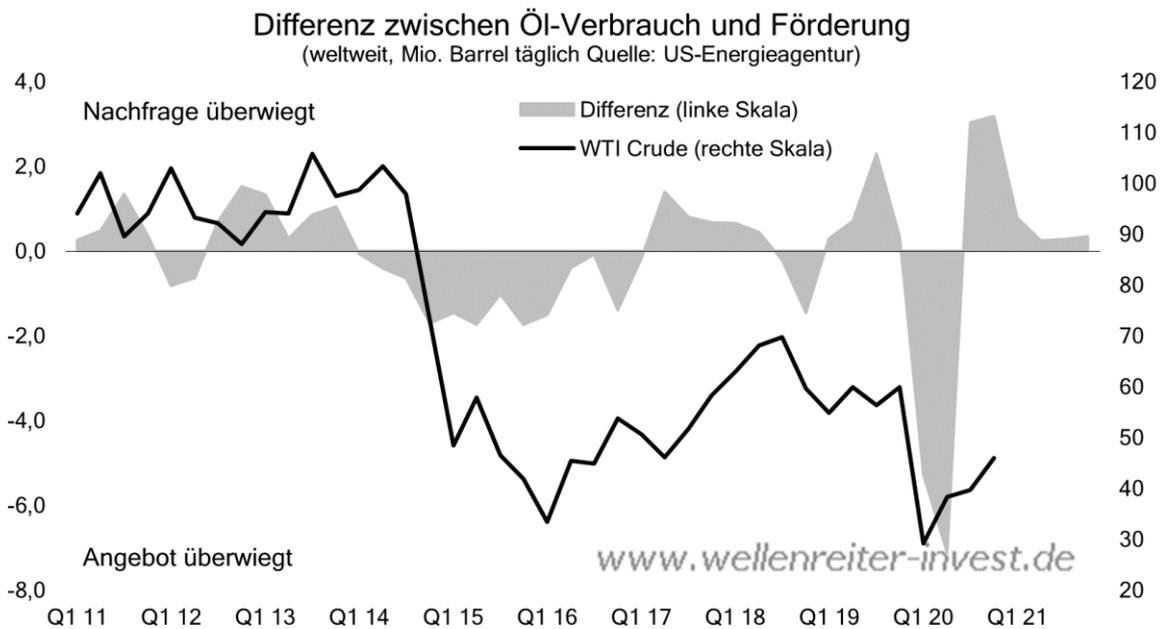


Abb. 4.7: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und -Förderung und Ölpreis

Am US-Terminmarkt nimmt das Interesse (Open Interest) zu, es hat sich eine Bodenbildungsphase ausgebildet.

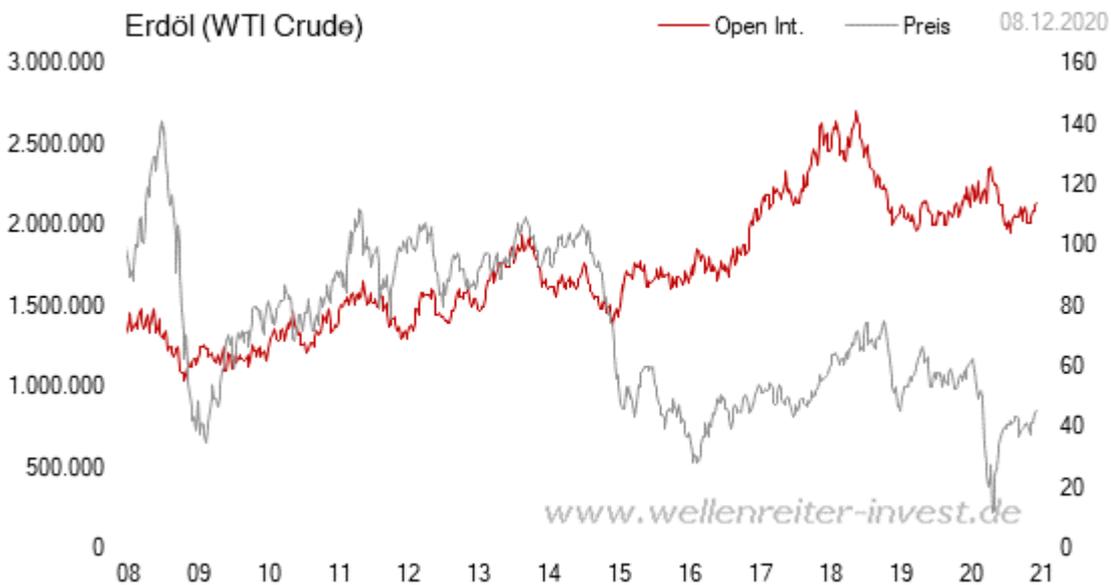


Abb. 4.8: WTI Crude Open Interest

Da sich die bedeutenden Hochpunkte erst durch negative Divergenzen im Open Interest gebildet haben, ist zunächst nicht von einem in Kürze stattfindenden Preiserückgang auszugehen.

Die Netto-Positionierung der Großspekulant\*innen im Verhältnis zum Open Interest befindet sich am oberen Ende ihrer Handelsspanne (folgender Chart).

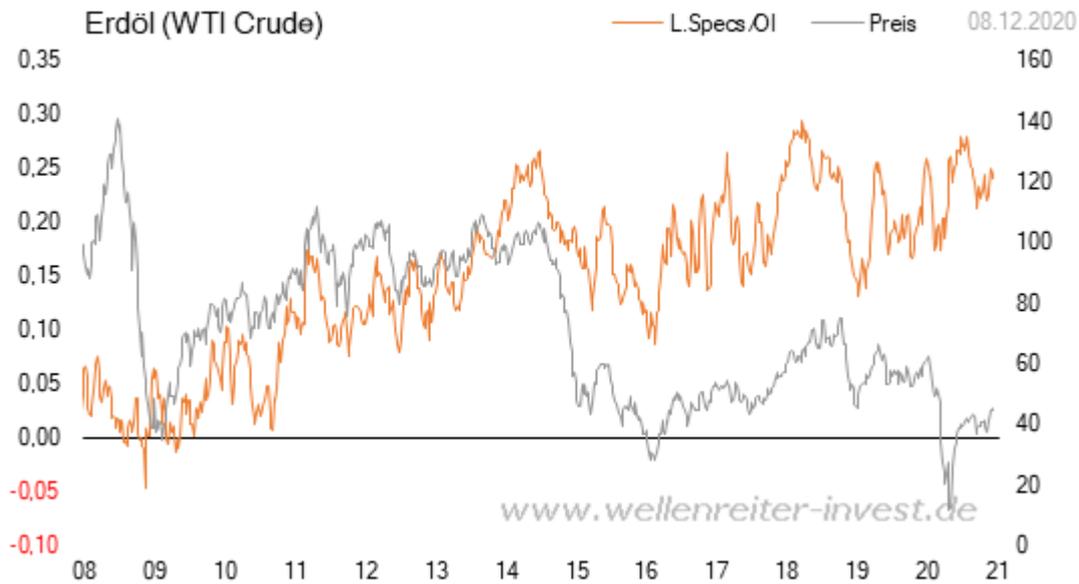


Abb. 4.9: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulant/en/Open Interest

Aus diesem Grund scheint ein weiterer Preisanstieg zwar möglich, aber das Anstiegspotential ist begrenzt.

Auch die Terminstrukturkurve ergänzt diese Einschätzung. Denn die zukünftigen Terminkontrakte sind teurer als der nächstliegende Future und verweisen somit auf einen Angebotsüberhang. Das Contango erscheint stabil.

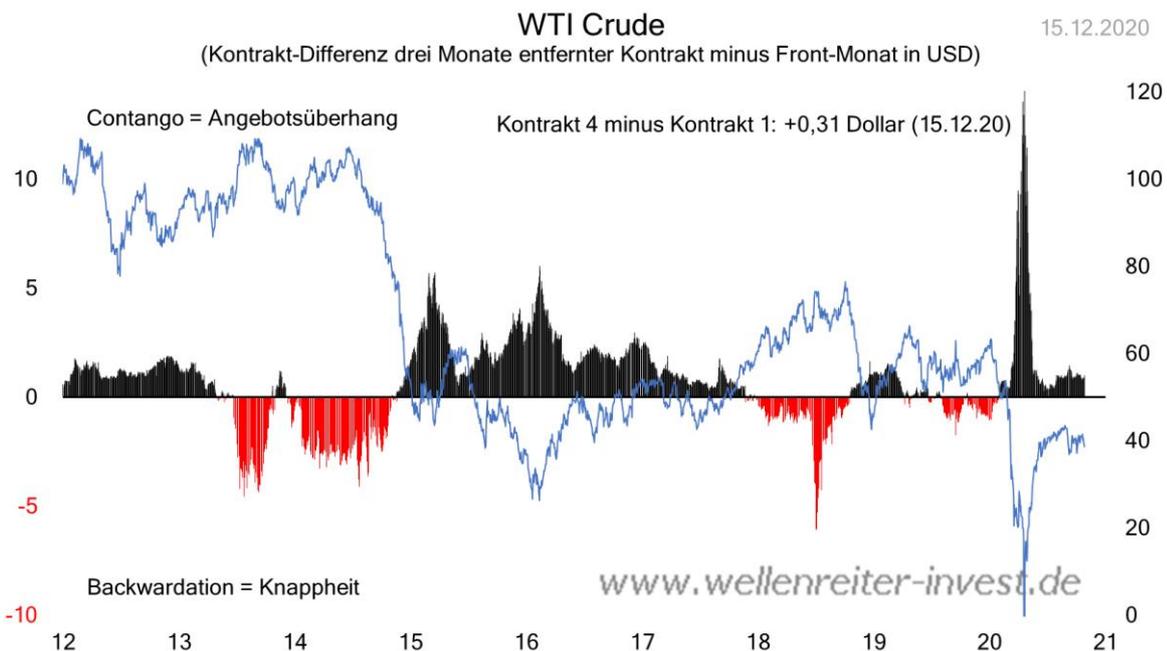


Abb. 4.10: WTI Crude Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent

Fällt der Ölmarkt in eine Backwardation wie in den Jahren 2013, 2014 oder 2018, dann folgt ein Preisanstieg. Löst sie sich wieder auf, dann fällt der Ölpreis.

Aus statistischer Sicht neigt der Ölpreis in Nachwahljahren gegenüber dem langfristigen Durchschnittsverlauf zu einer geringen Outperformance.

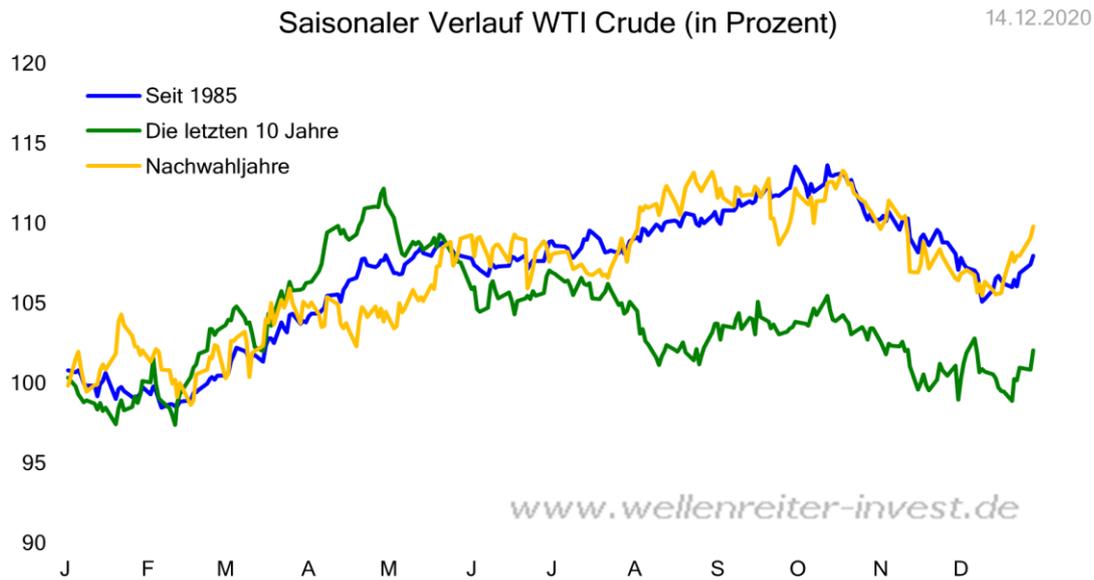


Abb. 4.11: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)

Das Wetterphänomen La Nina sorgt häufig für kalte US-Winter und lässt den Öl- und Erdgasverbrauch steigen. Umgekehrt fällt der Ölpreis häufig in einer starken EL Nino-Phase (warme US-Winter). Derzeit herrscht eine durchaus kräftige La Nina-Phase.

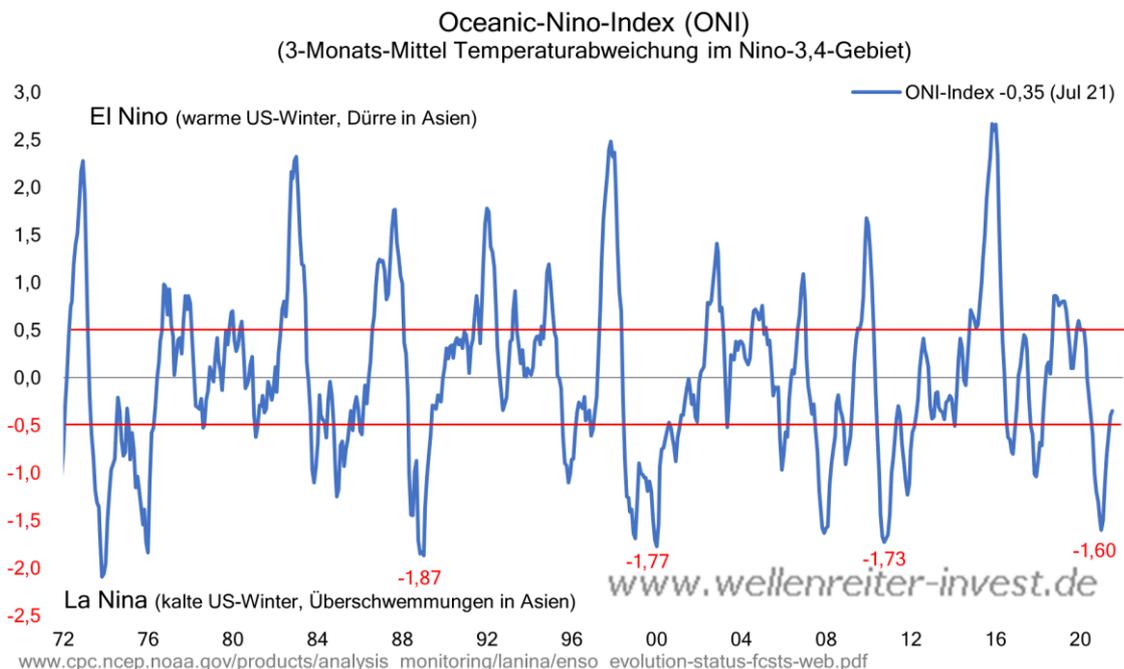


Abb. 4.12: ONI-Index

Ölpreis und der El Nino/La Nina-Zyklus zeichnet eine positive Korrelation aus (folgender Chart).

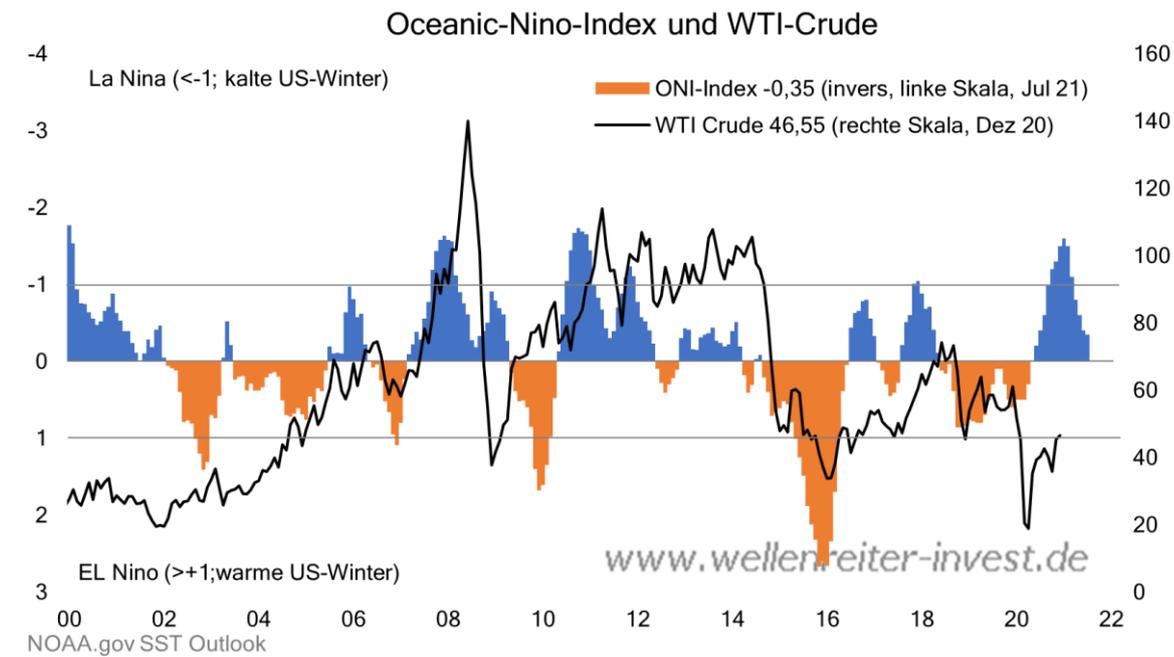


Abb. 4.13: Oceanic Niño Index und WTI-Crude

Gemäß Prognose der US-Wetter- und Klimabehörde NOAA wird sich der starke La Niña im Verlaufe der ersten Jahreshälfte 2021 abschwächen. Gleichzeitig würde die Unterstützung eines steigenden Öl- und Erdgaspreis nachlassen.

Auf dem Langfristchart ist die Bedeutung der 40-Dollar-Marke gut zu erkennen.

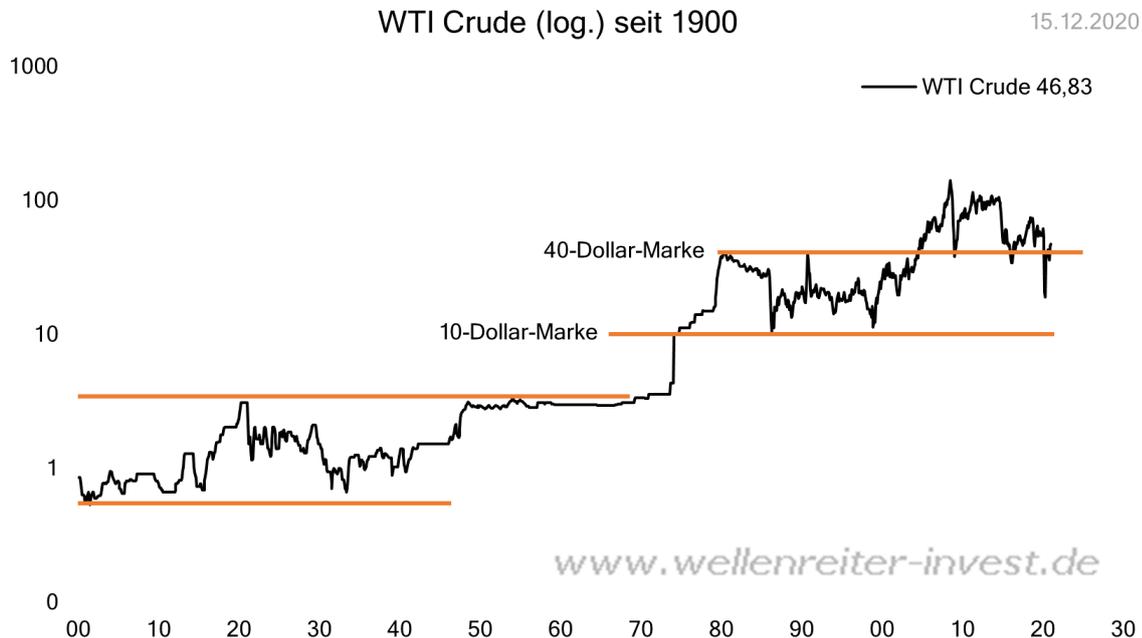


Abb. 4.14: WTI Crude Ölpreis seit 1900 (Stand Monatsende)

Diese Unterstützung wurde im Jahr 2016 unterboten, aber nur für sehr kurze Zeit. Der Umstand, dass im April der Mai-Future 2020 temporär negative Preise bis zu 40 US-Dollar erzielt wurden und auch der Juni-Future stark abverkauft wurde, führte zu

einem Preis der Sorte Crude bei 11,57 US-Dollar am 21. April 2020. Diese Phase stellte eine negative Übertreibung dar und darf als Pendant zu Preisen über 140 US-Dollar im Sommer 2008 angesehen werden. Mit diesen Preisen endete die Baisse des Ölpreises, die ihren Ursprung im Jahr 2008 hatte. Im Herbst wurde die 40iger Marke wieder zurückerobert. Die Sorte WTI-Crude befindet sich mit knapp 47 US-Dollar oberhalb dieser Marke und hat im Bereich von 53 US-Dollar einen wichtigen Widerstand in Form des 4-Jahres-GDs über sich. Diese langfristigen gleitenden Durchschnitte wirken als Bremse.

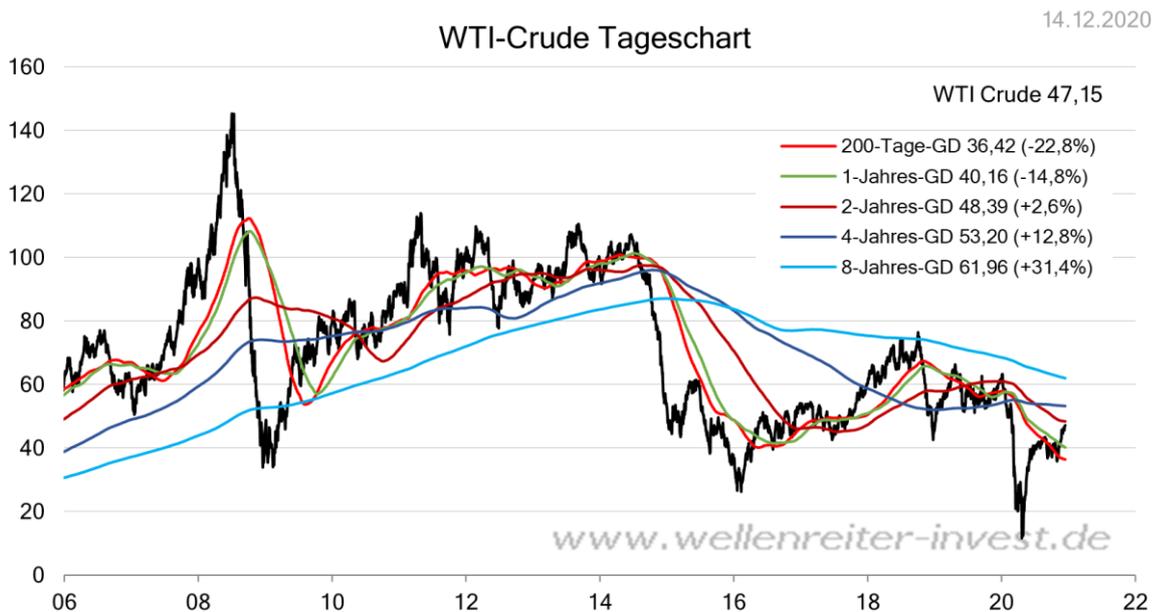


Abb. 4.15: WTI Crude Monatschart

Noch darüber – bei 62 US-Dollar – befindet sich der fallende 8-Jahres-GD. Dieser markiert den langfristigen Abwärtstrend. Zudem kommen Horizontalwiderstände aus dem Jahr 2019 auf einem ähnlichen Preisniveau. Die letzte Erholung des Ölpreises ausgehend von seinem Preistief im Januar 2016 erfolgte V-förmig, danach bildete sich eine volatile Handelsspanne für weit mehr als ein Jahr aus. Eine ähnliche Erholung erscheint möglich. Somit könnte der Ölpreis in Richtung 60 US-Dollar steigen, dies stellt aber gleichzeitig das Maximum für den Ölpreis im Jahr 2021 dar. Danach wären Rückschläge und eine breite Seitwärtsbewegung zu erwarten.

Der S&P 500 Energie-Sektor hat seit dem Jahr 2014 in der Spitze einen Kursverlust von beinahe 80 Prozent erzielt.

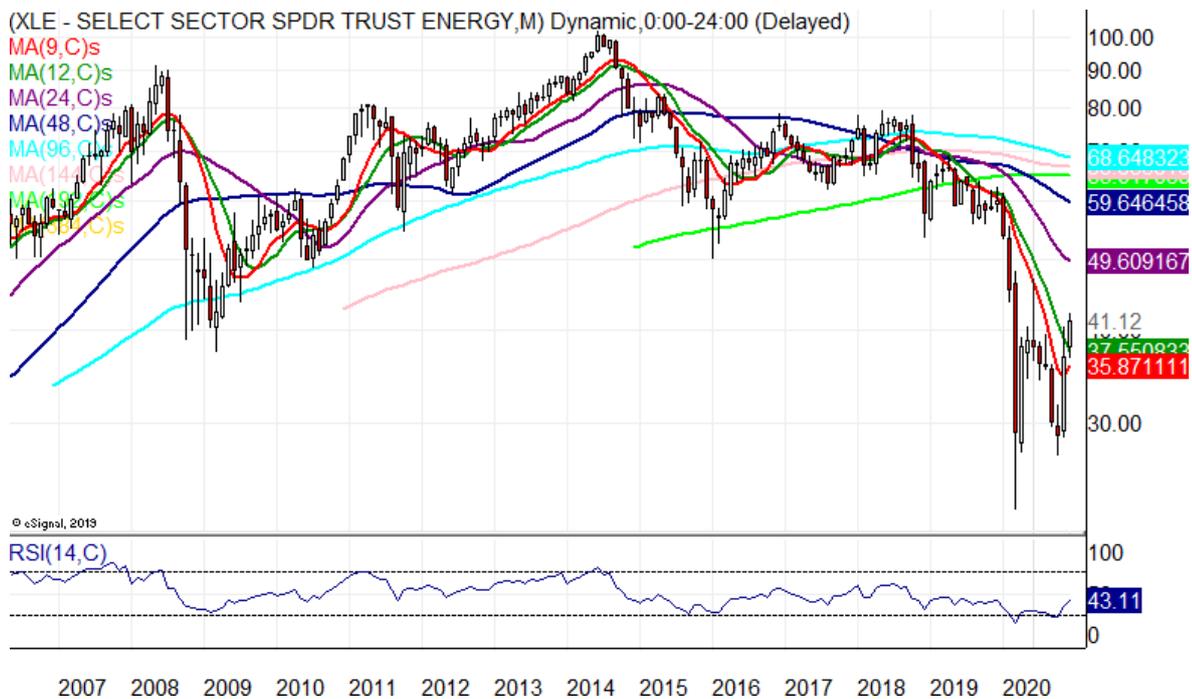


Abb. 4.16: S&P 500 Energy-Sektor Monatschart

Im Jahr 2020 hat sich eine Doppeltiefformation ausgebildet, die weiteres Erholungspotential im Jahr 2021 in Richtung 55 Punkte verspricht.

## Fazit

Da der PKW-Sektor 25% des weltweiten Ölkonzums auf sich vereint und der erste und einzige Sektor ist, in dem tatsächlich eine erste Umwälzung hin zur Elektromobilität begonnen zu haben scheint, wird die Rohölproduktion zunächst noch zulegen, bis sich auch in anderen Bereichen weg vom Öl konzipierte Antriebsarten etabliert haben. Dies wird dauern, sodass „Peak-Ölkonzum“ wohl erst gegen Ende dieser Dekade stattfinden wird. Diese Substitution des Ölpreises wird im Jahr 2021 noch keinen bedeutenden Einfluss auf die Preisentwicklung haben. Im Bereich von 60 US-Dollar dürfte die Erholung auslaufen und der Ölpreis seitwärts in einer breiteren Handelsspanne im Bereich von etwa 45-60 US-Dollar laufen.

### 4.3 Gold

Der Goldpreis bewegt sich mit dem Realzins (Nominalrendite minus Inflationsrate). Je negativer der Realzins, umso besser für den Goldpreis. In der ersten Jahreshälfte 2011 wurde der Realzins dank einer stark steigenden Inflationsrate deutlich negativ. Der Goldpreis stieg von 1.200 auf 1.900 Dollar. In einem kleineren Maßstab vollzog sich eine solche Bewegung zwischen Januar 2019 und Januar 2020. Der Goldpreis schoss jedoch über das Ziel hinaus.

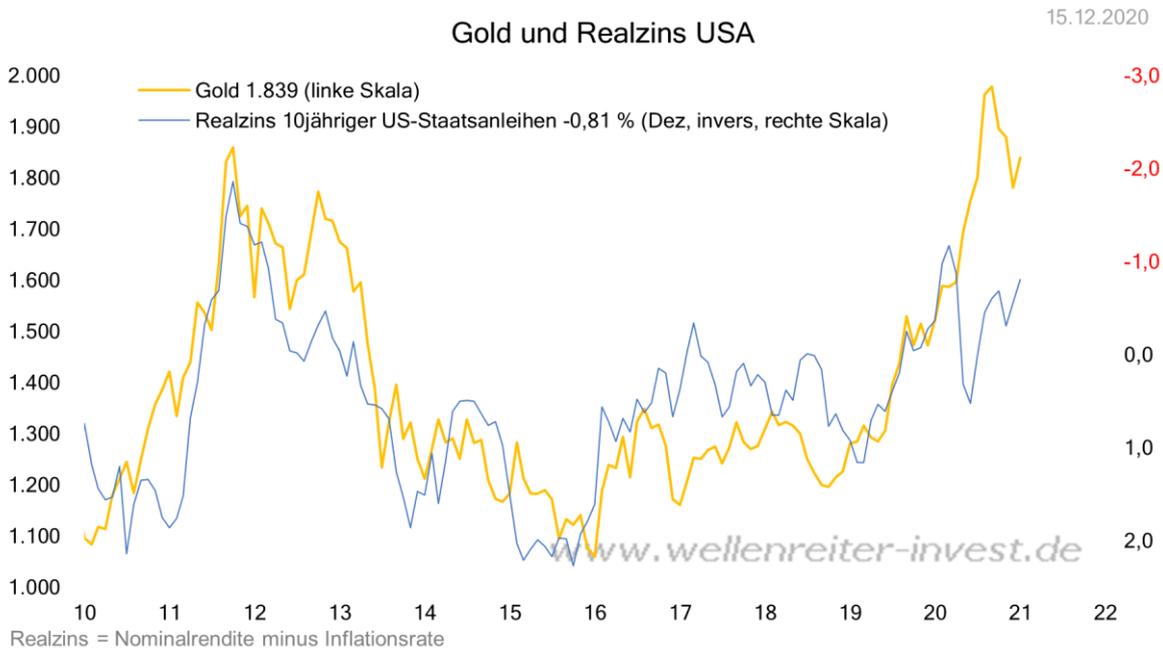


Abb. 4.17: Goldpreis und Realzins

Jetzt aber fällt der Realzins erneut (er steigt auf dem Chart, weil invers dargestellt), weil die US-Inflationsrate deutlicher zulegt als der Nominalzins der 10jährigen US-Rendite. Im Rahmen unserer Inflationsprognose gehen wir von einem Anstieg der US-Inflationsrate von +1,4% (November 2020) auf +3,0% im Mai 2021 aus. Der Realzins könnte von aktuell -0,8% auf -1,6% fallen, wenn die Rendite 10jähriger US-Anleihen im Mai 2021 bei +1,4% liegen würde. Der Nominalzins würde steigen, aber die Inflationsrate würde noch stärker zulegen. Der Goldpreis hätte demnach die Chance, bis in den Mai hinein zu steigen.

Saisonal sind die Monate Januar und Februar positive Monate. Ab Mai geht es häufig seitwärts, bevor ein August/September-Anstieg einsetzt.

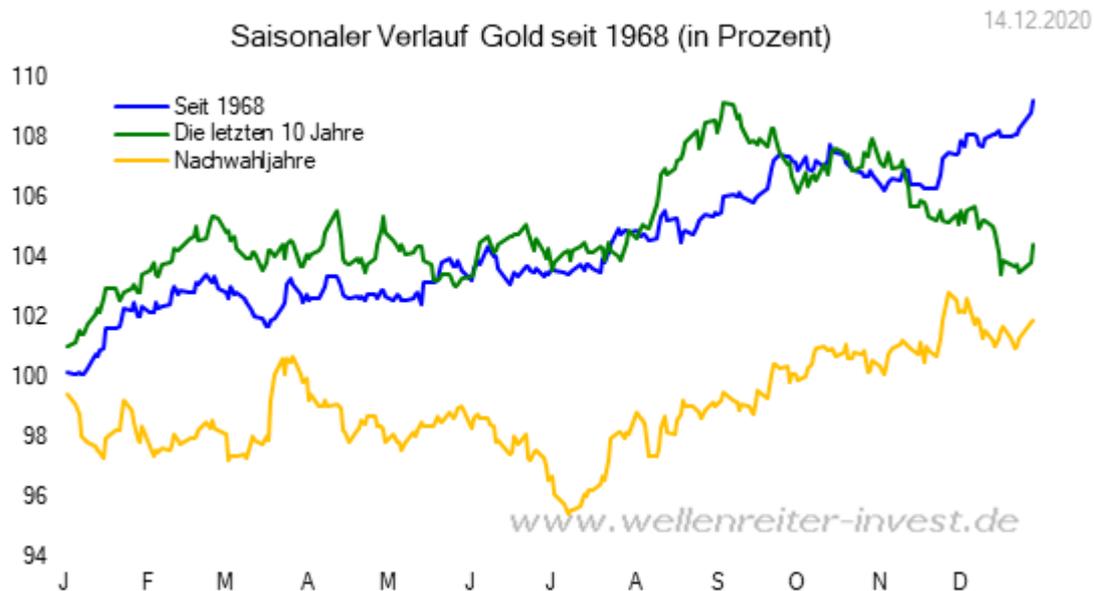


Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)

Nachwahljahre verlaufen statistisch deutlich schwächer als die langfristigen Durchschnittsbetrachtungen. In diesen Jahren ist mit einem Hochpunkt im April zu rechnen. Im Juli bildet sich üblicherweise das Jahrestief aus und von dort aus erholt sich der Goldpreis, um nahe am Jahreshoch zu schließen.

Am US-Terminmarkt notiert die Spekulation auf einem hohen Niveau. Hier wäre eine Abkühlung wünschenswert, damit der Goldpreis wieder steigen kann. Ein anderer Aspekt am US-Terminmarkt verdient Beachtung.

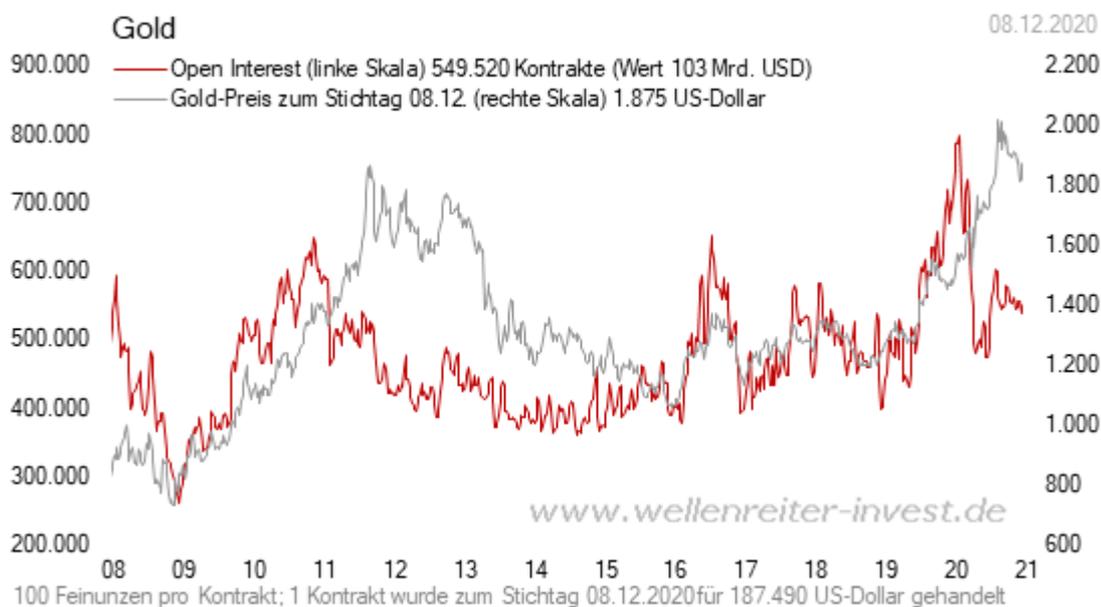


Abb. 4.19: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold

Für die mittelfristige Entwicklung relevant dürfte die deutliche Divergenz zwischen dem Open Interest und der Goldpreisentwicklung sein. Im Vorfeld des finalen

Goldpreishochs 2011, dass sich durch eine Beschleunigung der Aufwärtsbewegung bildete, markierte bereits das Open Interest einen Hochpunkt. Als der Goldpreis im August 2011 sein Preishoch markierte, notierte es auf einem deutlich niedrigeren Niveau. Im August 2020 hatte sich der Goldpreis preislich beschleunigt und notierte für eine kurze Zeit oberhalb von 2.000 US-Dollar. Das Open Interest hatte bereits einige Monate zuvor einen Hochpunkt ausgebildet. Wiederholt sich das Muster des Jahres 2011 in einem kleineren Rahmen, dann wird der Goldpreis den Hochpunkt vom August 2020 im Jahr 2021 nicht übertreffen können. Dann wäre im Bereich der runden Marke von 2.000 US-Dollar ein sekundärer Hochpunkt zu erwarten.

Während der Goldpreis im Jahr 2020 neue historische Rekordkurse erreichte, ist der Minenindex von solchen Dimensionen meilenweit entfernt.



Abb. 4.20: XAU-Goldminen-Index

Die Bewegung seit August wirkt korrektiv und lässt einen neuerlichen Anstieg erwarten. Sollte der Goldpreis im Jahr 2021 keine neuen Bewegungshochs erreichen, sollte dies auch für die Minenaktien gelten.

Nach der langen Seitwärtsbewegung der Jahre 2016-2018 konnte der Goldpreis im Sommer 2020 ein Allzeithoch erzielen, bevor eine Korrektur einsetzte.

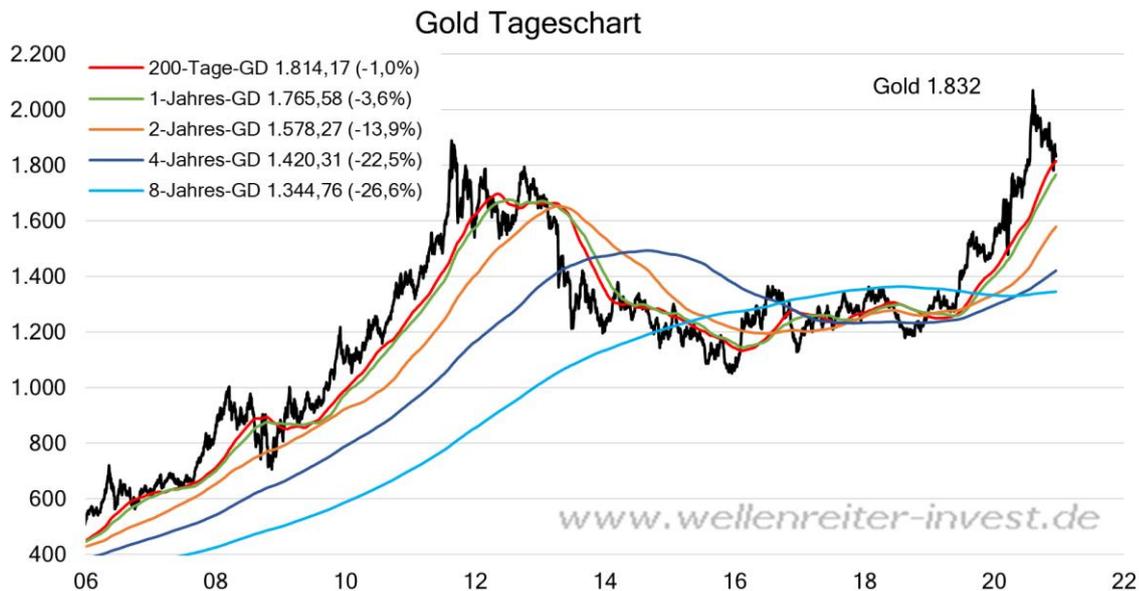


Abb. 4.21: Gold Monatschart

Die neunjährige Bewegung vom Augusthoch im Jahr 2011 hin zum Hochpunkt im August 2020 ist nicht als typische Tassenformation anzusehen, da das Überschießen auf der Oberseite etwas zu weit ging. Sonst könnte die Erwartung der Ausbildung eines rechten Henkels formuliert werden, der eine Zeitdauer von etwa einem Jahr in Anspruch nehmen könnte. Eine wichtige preisliche Unterstützung stellt der steigende Einjahres-Durchschnitt bei 1.764 US-Dollar dar. Ein Unterschreiten würde dem Goldpreis Potential auf der Unterseite bieten. Eine preisliche Korrektur der zweijährigen Aufwärtsbewegung könnte einen Umfang bis in den Bereich von 1.550-1.600 US-Dollar nehmen. Dieses Ziel wäre bei einem sekundären Hochpunkt um oder knapp unterhalb der runden Marke von 2.000 US-Dollar zu erwarten.

### Fazit

Der Goldpreis konsolidiert die Gewinne der beiden letzten Jahre. Neue Allzeithochs im Jahr 2021 erscheinen unwahrscheinlich, ein Anlauf auf die Marke von 2.000 US-Dollar sollte im ersten Halbjahr erfolgen, bevor eine weitere korrektive Bewegung einsetzen wird. Im zweiten Halbjahr könnte sich das defensive Metall wieder befestigen. Die Statistik spricht jedoch gegen ein goldenes Jahr.

## 4.4 Kupfer

Während der Goldpreis als defensives Asset in einem wirtschaftlichen Abschwung mit fallenden nominalen Renditen gestiegen ist, fiel Kupfer in diesem Umfeld. Seit März 2020 steigt der Kupferpreis basierend auf einer wirtschaftlichen Belebung. Der Anstieg beschleunigte sich ab dem Sommer und hat eine Bodenbildungsformation nach oben verlassen.

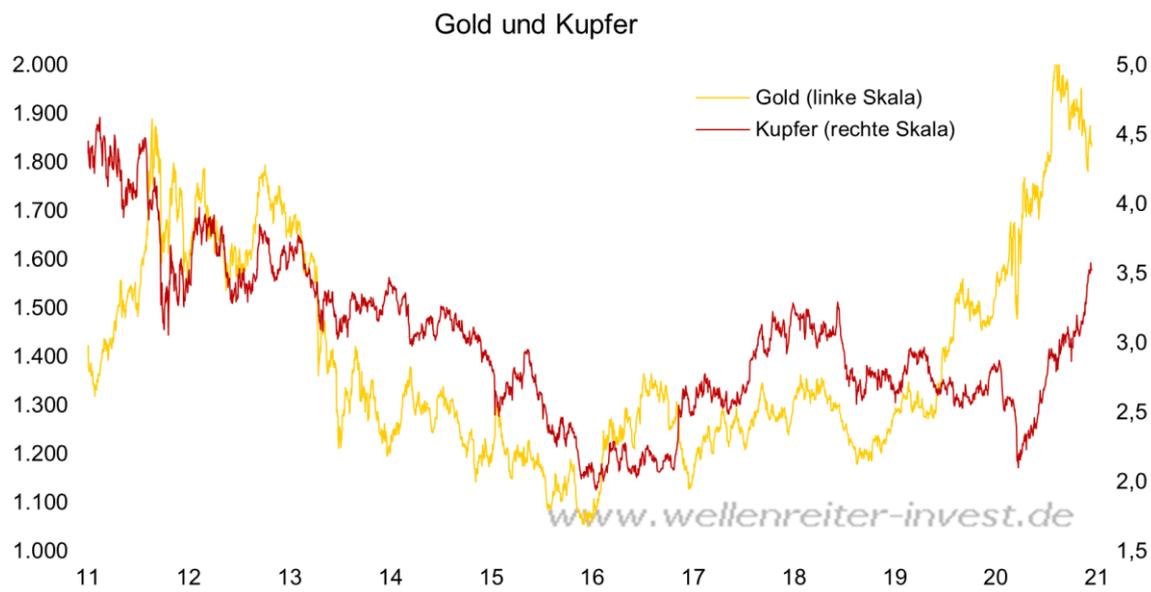


Abb. 4.22: Gold und Kupfer

Wenn die Investoren positiver für die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung werden, dann ist der Kupferpreis gefragt. Technisch hat der Kupferpreis seinen Tiefpunkt aus dem Jahr 2016 nicht unterschritten, so dass mit einem höheren zweiten Tiefpunkt eine Art Doppeltief entstanden ist. Aus technischer Sicht kann die Formation seit 2011 als eine „W“-Formation angesehen werden. Somit wäre übergeordnet eine Rückkehr in die Nähe dieser Hochpunkte möglich.



Abb. 4.23: Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer

Die seit dem Jahr 2018 herrschende Industrierezession ist Geschichte. Kuper leidet allerdings unter einem Spekulationsallzeithoch. Noch Ende des Jahres 2019 notiert die Netto-Spekulation auf neuen Rekordtiefs. Die preisliche Beschleunigung des Kupferpreises lässt eine vorläufige Erschöpfung der Aufwärtsbewegung erwarten. Ein preislicher Rücksetzer ist im Verlaufe der kommenden Monate zu erwarten.

#### 4.5 Weizen

Weizen ist einer der wichtigsten nachwachsenden Rohstoffe. Er liefert etwa 20 Prozent der globalen Kalorien und Ernährung. Die sechs wichtigsten Länder für den Weizenanbau sind die USA, Argentinien, Australien, Kanada, die EU und die Region um die Schwarzmeerküste (Russland, Ukraine, Kasachstan). Der Ernterfolg wird durch die El-Nino-Southern-Oscillation (ENSO) beeinflusst. Studien beschreiben einen negativen Einfluss von La Nina auf die Erntemenge und entsprechend einen preistreibenden Einfluss auf Weizen.

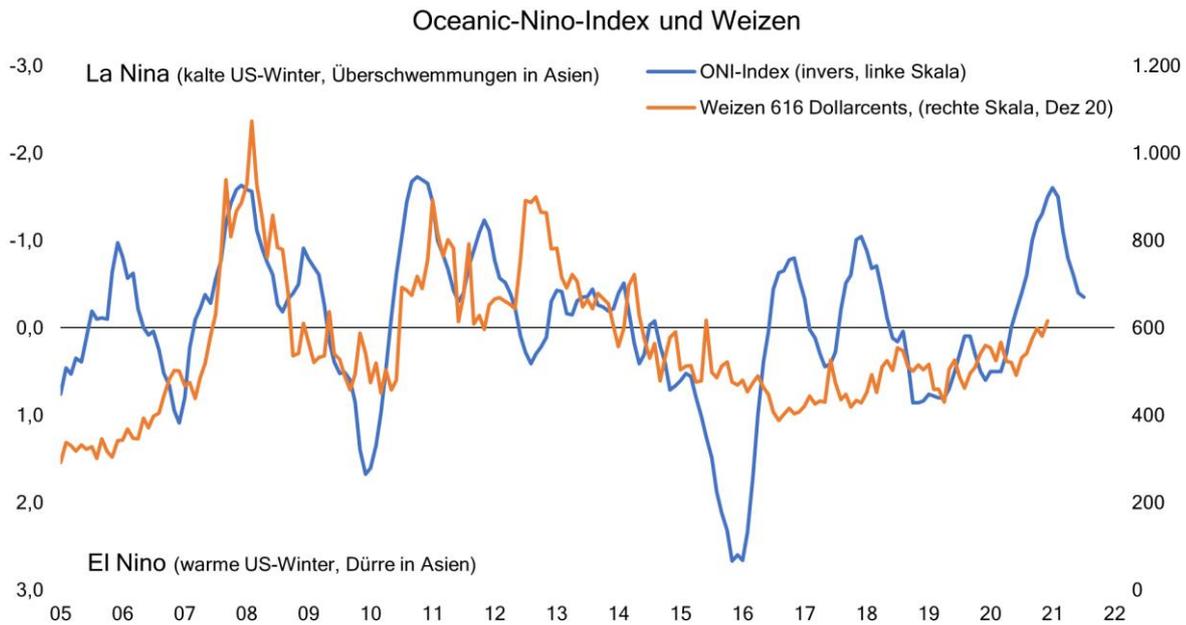


Abb. 4.24: ENSO und Weizen

Dies zeigt auch der obige Chart: In La-Nina-Jahren tendiert der Weizenpreis nach oben, in El-Nino-Jahren zeigt er häufig Schwäche. Das Jahr 2021 wird von einem sich abflachenden La-Nina bestimmt. Der Anstieg des Jahres 2020 sollte sich demzufolge im Jahr 2021 nicht fortsetzen.

Dies suggeriert auch das saisonale Verlaufsmuster. Danach sollte der Weizenpreis bis zur Jahresmitte fallen. In Nachwahljahren könnte dies auch bis in den September hinein der Fall sein, da der Weizenpreis in diesen Jahren statistisch deutlich zur Schwäche neigt.



Abb. 4.25: Weizen saisonal

Die Spekulation in Weizen befindet sich noch nicht auf einem extremen Niveau.

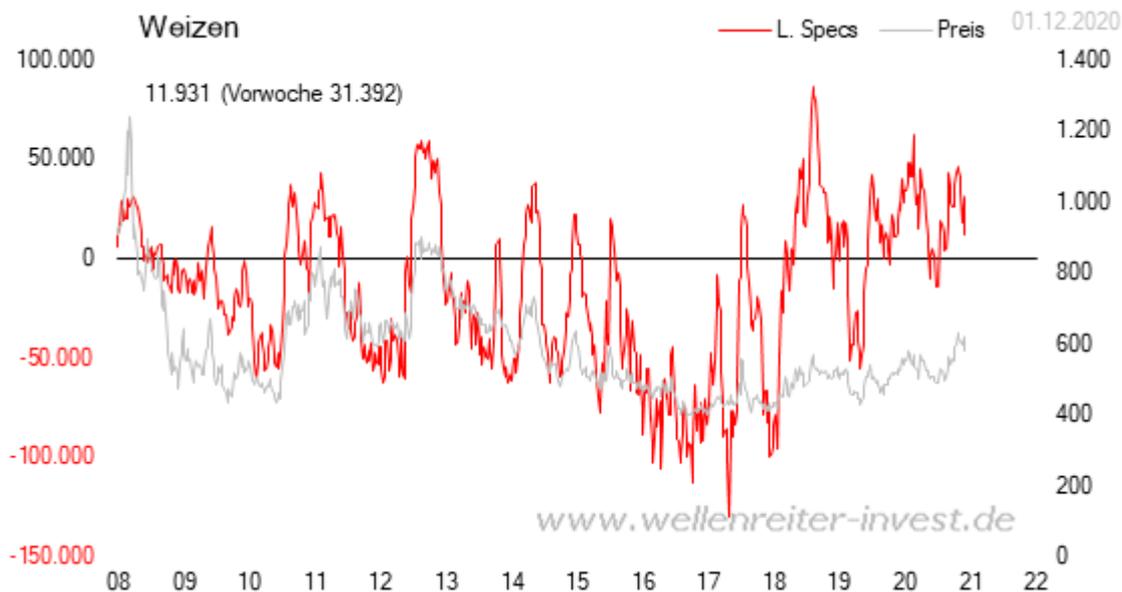


Abb. 4.26: Weizen Großspekulanten

An bedeutenden Hochpunkten in den Jahren 2011, 2013 oder 2018 lag die Spekulation jeweils auf höheren Niveaus, so dass der Preisanstieg des Jahres 2020 noch nicht beendet sein dürfte.

Das Chartbild zeigt eine Überwindung des 8-Jahres-GDs (hellblau).

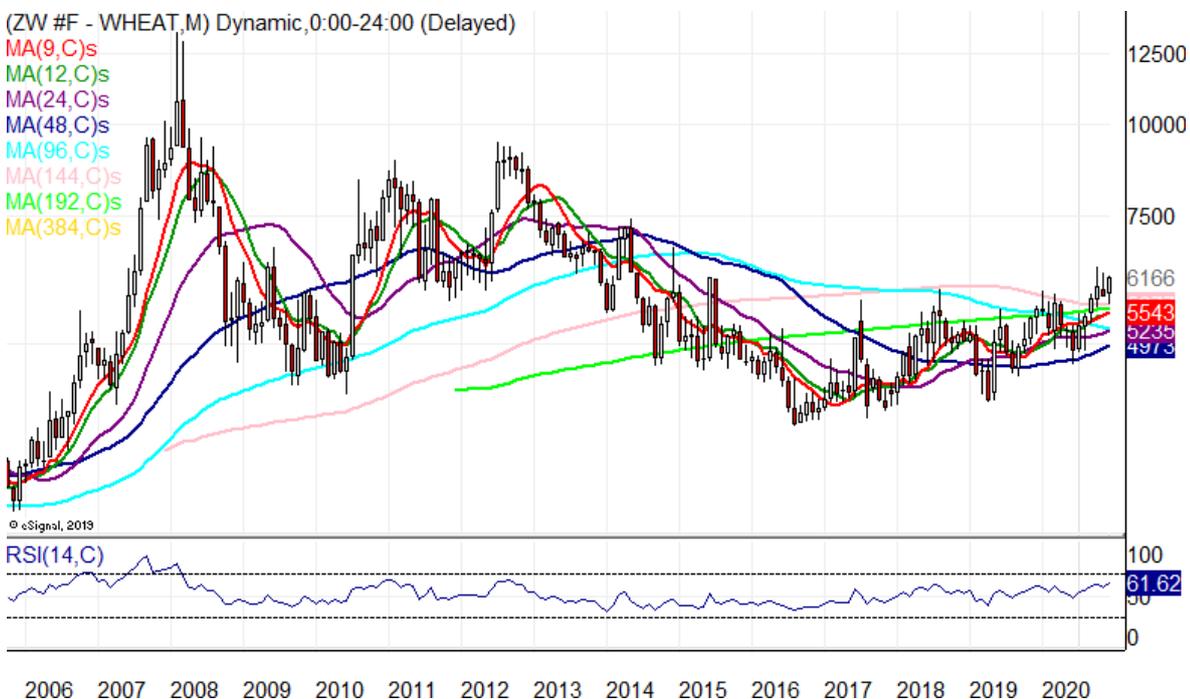


Abb. 4.27: Weizen Monatschart

Das Chartbild stellt sich konstruktiv durch das Überwinden der langfristigen Widerstandslinien dar. Ein wichtiger Widerstand befindet sich bei 750 Dollar-Cents pro Bushel. Im besten Fall würde ein Anstieg in diese Richtung erfolgen, bevor sich der Weizenpreis wieder ermäßigen würde.

**Fazit**

Generell zeigt sich in vielen Rohstoffen eine hohe Spekulation der Großspekulanten auf weiter steigende Preise. Die Verbesserung der Wirtschaftstätigkeit wird bereits stark antizipiert. Daher sind Rückschläge von steil gewordenen Preisbewegungen wie bei Kupfer nur eine Frage der Zeit.

## 5. Der Aktienmarkt

### 5.1 Bewertung

Wir betrachten die Q-Ratio, den Buffet-Indikator und das Fed-Modell als Bewertungsfaktor für US-Aktien. Der „Tobins Quotient“ ist eine betriebswirtschaftliche Kennzahl zur Unternehmensbewertung, benannt nach James Tobin. Dieser Quotient wird ermittelt, indem der Marktwert (Aktienkapitalisierung plus Verbindlichkeiten) durch die Wiederbeschaffungskosten aller Vermögensgegenstände (Substanzwert) geteilt wird. Man nennt dies Marktwert-/ Substanzwert-Verhältnis. Ein Wert von 1 zeigt eine faire Bewertung an.

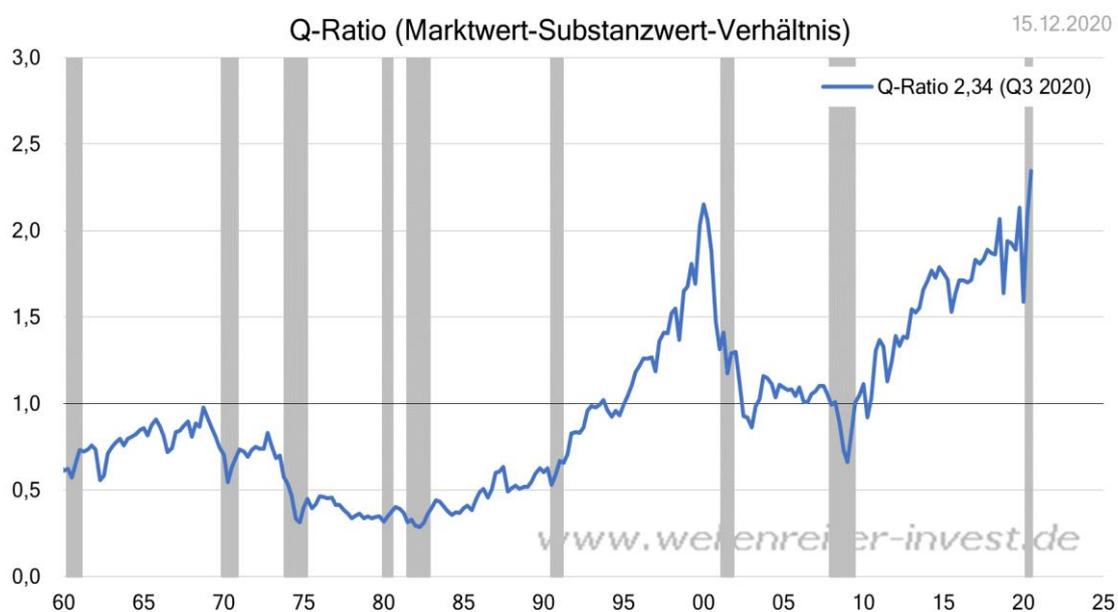


Abb. 5.1: Q-Ratio

Per Ende des dritten Quartals 2020 notierte die Q-Ratio für den US-Markt mit 2,34. Dies entspricht einem Rekordwert und ist umso ungewöhnlicher für eine gerade beendet Rezession. Die Q-Ratio folgt damit dem sogenannten Buffett-Indikator. Dieser Indikator vergleicht die Gesamtmarktkapitalisierung des US-Aktienmarktes mit dem nominalen BIP, er ist eine Art Kurs-Umsatz-Verhältnis auf volkswirtschaftlicher Ebene.

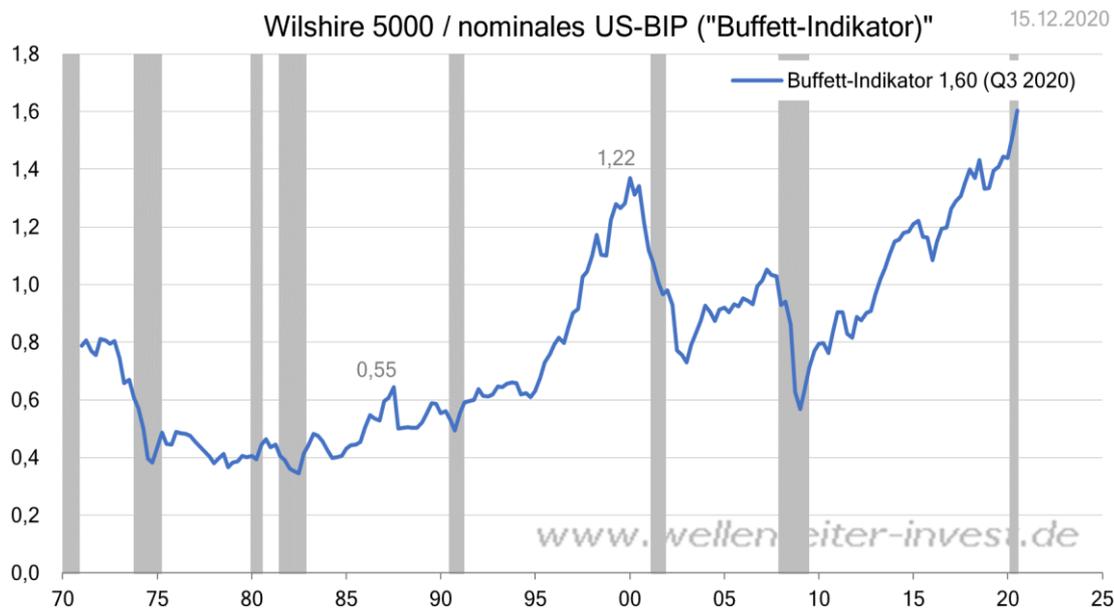


Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP

Ein neues Rekordhoch erzielte dieser Indikator bereits in den letzten beiden Jahren. Der momentan erreichte Wert von 1,60 liegt signifikant oberhalb des Niveaus der Dot-com-Blase im Jahr 2000. Diese historische Betrachtung der Bewertung von Aktien ergibt eine starke Überbewertung.

Die Attraktivität der Aktien gegenüber Anleihen speist sich aus der deutlich höheren Gewinnrendite. Während die Rendite 10jähriger US-Anleihen unter einem Prozent notiert, weist der US-Aktienmarkt eine Rendite von 3 Prozent auf.

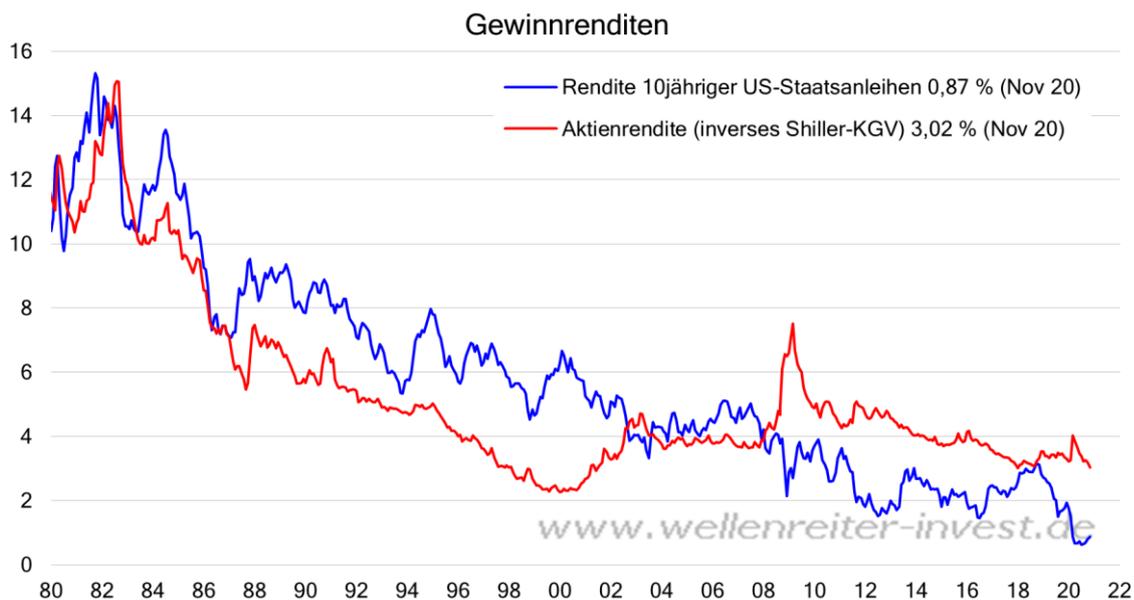


Abb. 5.3: Gewinnrendite Aktien und Anleihen

Relativ zu Anleihen sind Aktien deutlich unterbewertet und diese Unterbewertung existiert seit der Finanzkrise. Als sich die Bewertung in 2018 anglich, kam der US-

Aktienmarkt prompt ins Straucheln und verlor im vierten Quartal in der Spitze 20 Prozent. Daher lässt sich deutlich ableiten, dass die Achillesferse der Aktienmarktbeurteilung in der Entwicklung der Anleihenrendite zu sehen ist. Ein moderater Anstieg der Rendite von Anleihen trübt die Bewertung von Aktien nicht, aber ein deutlicher Anstieg würde dies tun.

Das sogenannte FED-Modell vergleicht die Spanne zwischen Anleihen- und Aktienrenditen. Die Differenz beträgt 2,15 Prozent zugunsten der Aktienrendite. Der rote Pfeil bezeichnet die Linie, an der die Aktienrendite gegenüber der Anleihenrendite keinen Vorteil mehr hätte.

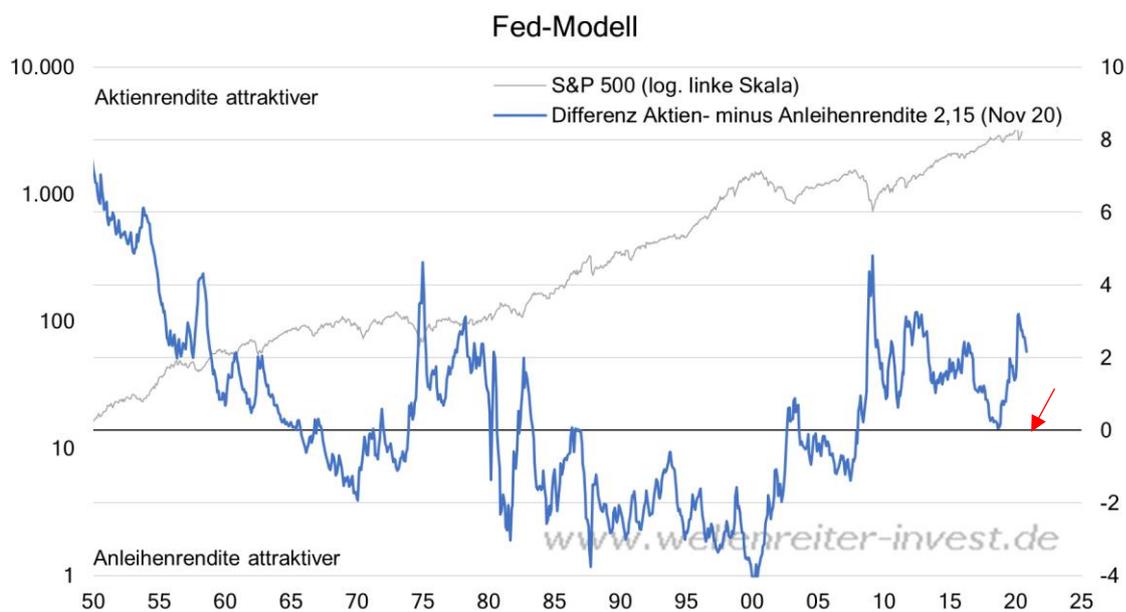


Abb. 5.4: Fed-Modell

Steigt die Rendite 10jähriger Anleihen auf nicht mehr als 2 Prozent, dann würde die Attraktivität der Aktienmärkte praktisch so lange überwiegen, bis die Bewertung des Jahres 2000 erreicht worden ist (=Aktienrendite 2%). Die Kritik, die an diesem Modell geübt werden muss, ist der Umstand, dass in der Zeitperiode der 80iger und 90iger Jahre trotz der Vorteilhaftigkeit der Anleihenrendite eine sehr starke Hausse am US-Aktienmarkt zu beobachten war. Die fallenden Renditen erhöhten den Wert der erwarteten zukünftigen Cashflows.

### Fazit

Der US-Aktienmarkt ist nur relativ betrachtet attraktiv. Solange sich die US-Wirtschaft positiv entwickelt, besteht keine Gefahr substanzieller Rückgänge. Die Achillesferse steigender Renditen besteht, wenn z.B. ein neuer Zinserhöhungszyklus eingeleitet werden würde.

## 5.2 US-Präsidentschaftszyklus

Das Jahr 2021 ist ein Nachwahljahr im US-Präsidentschaftszyklus. Seit 1897 stellt sich die durchschnittliche Performance des Dow Jones Index im US-Präsidentschaftszyklus wie folgt dar:

### Nachwahljahre +7,2%

Zwischenwahljahre +4,2%

Vorwahljahre +12,0%

Wahljahre +7,5%

Historisch betrachtet sind Nachwahljahre die drittstärksten Jahre im Wahlzyklus (Nr. 1 sind die Vorwahljahre). Die vergangenen drei Nachwahljahre verliefen positiv. Zwei dieser drei Nachwahljahre waren durch geld- und fiskalpolitische Unterstützungen gekennzeichnet (Hilfe nach Finanzkrise 2009, US-Steuerreform 2017).

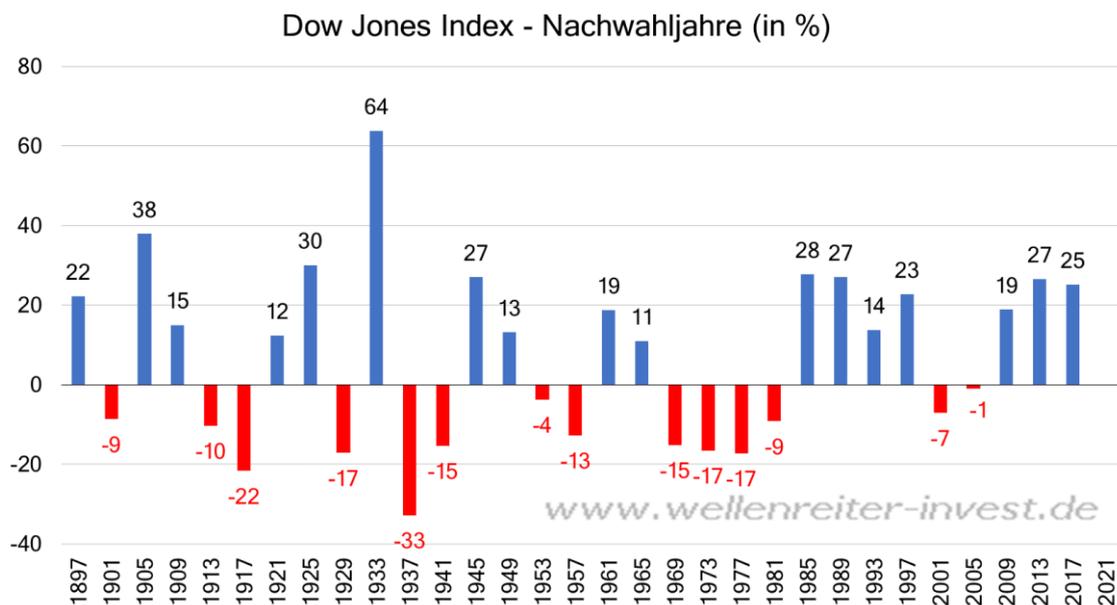


Abb. 5.5: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)

Der Umfang der Unterstützung in 2021 ist noch offen, mit einem Konjunkturprogramm ist zu rechnen. Dies wird allerdings von den Investoren seit Wochen antizipiert und stellt keine Überraschung dar. Insofern sind die Vorzeichen für das Jahr 2021 zunächst positiv zu werten. Die positive Entwicklung der Nachwahljahre seit dem Jahr 1985 mit Renditen um 20 Prozent ist beeindruckend. Nur das Jahr 2001 (9/11) war negativ, das Jahr 2005 war praktisch neutral. Im Bärenmarkt der 1970er Jahre endeten Nachwahljahre durchweg negativ.

Im klassischen Zyklus sind die letzten beiden Jahre des Wahlzyklus – das Vorwahl- und das Wahljahr – die fiskalpolitisch starken Jahre. Die amtierenden US-Präsidenten schieben die Wirtschaft an, um die Wahrscheinlichkeit einer Wiederwahl zu erhöhen. In den letzten Zyklen veränderte sich dieses Verhalten. Sowohl Barack Obama (Maßnahmen gegen die Finanzkrise) als auch Donald Trump (Steuerreform) halfen in den ersten beiden Jahren der Wirtschaft auf die Beine. Der große fiskalische und monetäre Stimulus des Corona-Wahljahres 2020 dürfte sich in 2021 nicht wiederholen. Fiskalisch ist mit einer Unterstützung zu rechnen, monetär könnte sie ausbleiben oder nur in einem sehr geringen Umfang ausfallen.

Bidens Agenda einer teilweisen Korrektur der Steuerreform von Trump könnte ein Thema für das Jahr 2022 werden und seine Schatten im Sommer/Herbst 2021 werfen. In der Krisenphase dürfte diese Entwicklung zunächst noch keine Rolle spielen.

Jahre	Präsident	Senat	Rep.Haus	Dow	%Veränd.	%Amtszeit
1945-1946	Harry S. Truman			177	+16,6	
1947-1948				177	+0,1	
1949-1950				235	+32,5	
1951-1952			291	+23,8	+91,4	
1953-1954	Dwight D. Eisenhower			404	+38,8	
1955-1956				499	+23,5	
1957-1958				584	+17,0	
1959-1960			616	+5,5	+111,7	
1961-1962	John F. Kennedy			652	+5,8	+5,8
1963-1964	Lyndon B. Johnson			874	+34,0	
1965-1966				786	-10,1	
1967-1968				944	+20,1	+44,7
1969-1970	Richard Nixon			839	-11,1	
1971-1972				1.020	+21,6	
1973-1974			616	-39,6	-34,7	
1975-1976	Gerald Ford			1.005	+63,1	+63,1
1977-1978	Jimmy Carter			805	-19,9	
1979-1980				964	+19,8	-4,0
1981-1982	Ronald Reagan			1.046	+8,5	
1983-1984				1.211	+15,8	
1985-1986				1.895	+56,5	
1987-1988				2.168	+14,4	+124,9
1989-1990	George H. W. Bush			2.633	+21,4	
1991-1992				3.301	+25,4	+52,3
1993-1994	Bill Clinton			3.834	+16,1	
1995-1996				6.448	+68,2	
1997-1998				9.181	+42,4	
1999-2000				10.788	+17,5	+226,8
2001-2002	George W. Bush			8.341	-22,7	
2003-2004				10.783	+29,3	
2005-2006				12.463	+15,6	
2007-2008				8.776	-29,6	-18,6
2009-2010	Barack Obama			11.578	+31,9	
2011-2012				13.104	+13,2	
2013-2014				17.823	+36,0	
2015-2016				19.763	+10,9	+125,2
2017-2018	Donald Trump			23.327	+18,0	
2019-2020				27.847	+19,4	+40,9
2021-2022	Joe Biden					
2023-2024						

Abb. 5.6: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945

Inwiefern Biden eine solche Korrektur politisch durchsetzen kann, wird auch durch die außerordentliche Wahl zum Senat am 05.01.2021 in Georgia entschieden. Bei dieser Wahl geht es zwar um lediglich zwei Sitze. Sollten die Demokraten beide Sitze gewinnen, könnte Biden seine Agenda durchsetzen. Würden die Demokraten nur einen oder keinen Sitz gewinnen, hätten die Republikaner im Senat eine knappe Mehrheit. Das Durchregieren war zuletzt sowohl Obama als auch Trump in den ersten beiden Jahren vergönnt. Sollte dies auch Biden möglich werden, wäre diese Entwicklung eine Überraschung für die Investoren, die sich auf eine Teilung des Senats und Repräsentantenhaus eingestellt haben.

Diese Wahl dürfte somit eine Rolle spielen, inwiefern eine Rückkehr zum ursprünglichen Präsidentschaftszyklus erfolgt.

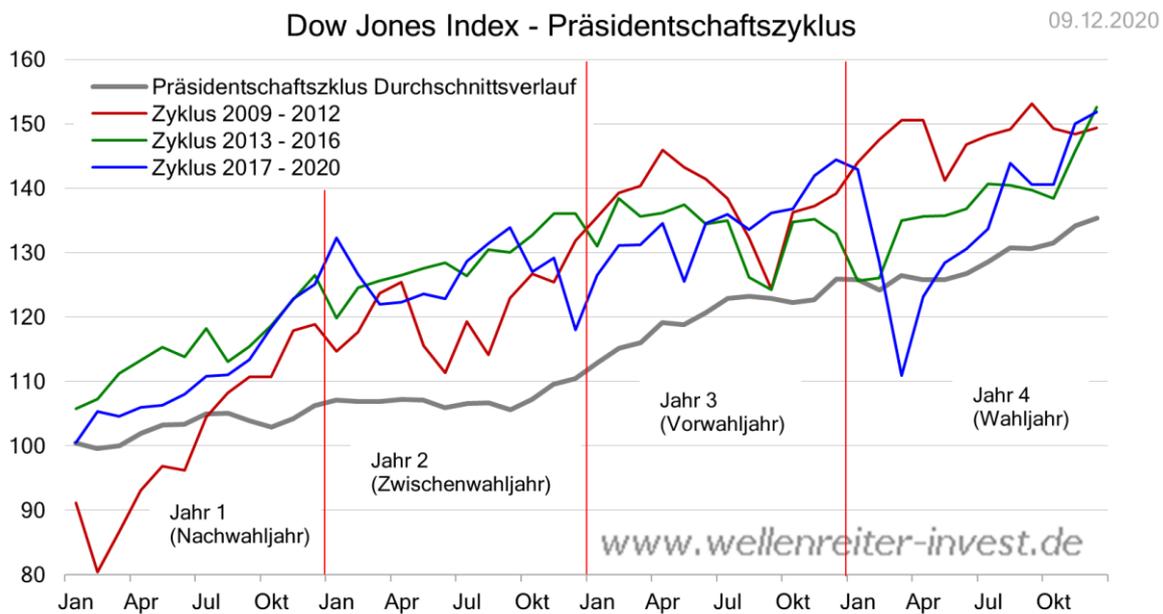


Abb. 5.7: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus

Demnach verläuft die Entwicklung vom Sommer des Nachwahljahres bis zum Herbst des Zwischenwahljahres sehr flach. Das Nachwahljahr selbst verläuft bis in den Sommer positiv.

Das erste Jahr eines neu gewählten Präsidenten der Demokraten verlief häufig in ruhigen Bahnen. Lediglich Jimmy Carter hatte Schwierigkeiten (folgender Chart).

### Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Nachwahljahre Frisch gewählter Präsident der Demokraten erstes Jahr

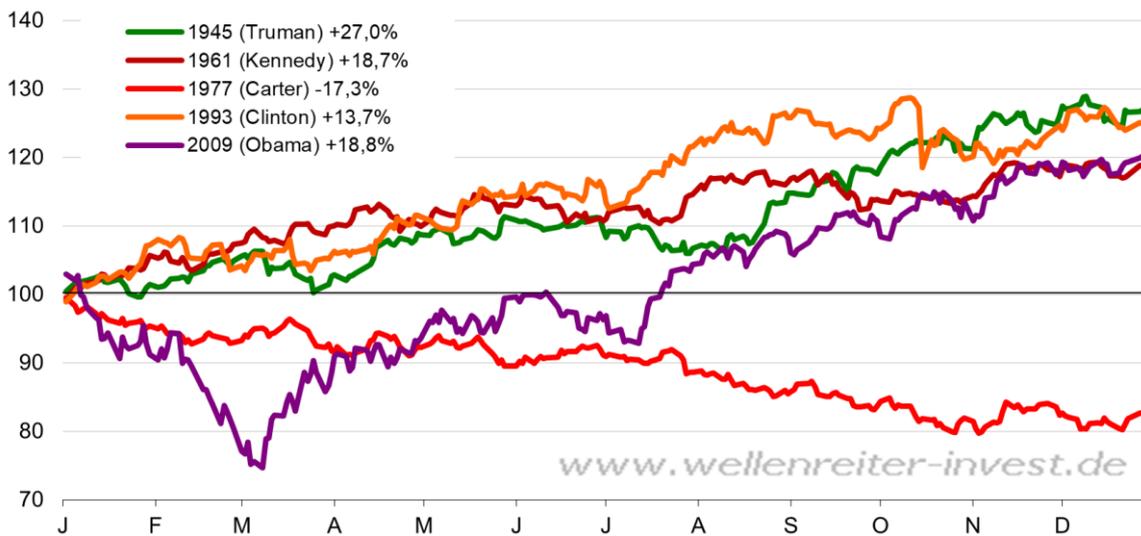


Abb. 5.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Nachwahljahre neu gewählte demokratische Präsidenten

Auch wenn es sich nur um 5 Vergleichsfälle seit dem zweiten Weltkrieg handelt, so gab es bisher immer zweistellige prozentuale Veränderungen, die in der Nähe von 20 Prozent lagen.

Der durchschnittliche Verlauf eines Nachwahljahres ist durch ein schwaches erstes Quartal, gefolgt von einem starken zweiten und dritten Quartal, gekennzeichnet.

### Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Nachwahljahre seit 1897 Gesamtjahr - Verlauf in %



Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Nachwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)

Das Motto des Nachwahljahres lautet „buy the Winter dip and stay until Summer“. Ende Februar bilden sich wichtige Preistiefs. April und Mai erweisen sich als starke Monate. Im August bildet sich ein Hochpunkt aus, die Monate September und Oktober verlaufen schwach.

### 5.3 Dekadenmuster

Das Jahr 2021 ist ein „1er-Jahr“. Der Dekadenzyklus beruht auf der Erkenntnis, dass die 0er-, 1er- und 2er-Jahre häufig Schwäche zeigen, das 5er-Jahr das üblicherweise mit Abstand beste Jahr darstellt und im Sommer eines 7er-Jahres häufig eine obere Wende vollzogen wird. Die 1er-Jahre verfügen über die zweitschwächste Wertentwicklung im Dekadenzyklus.

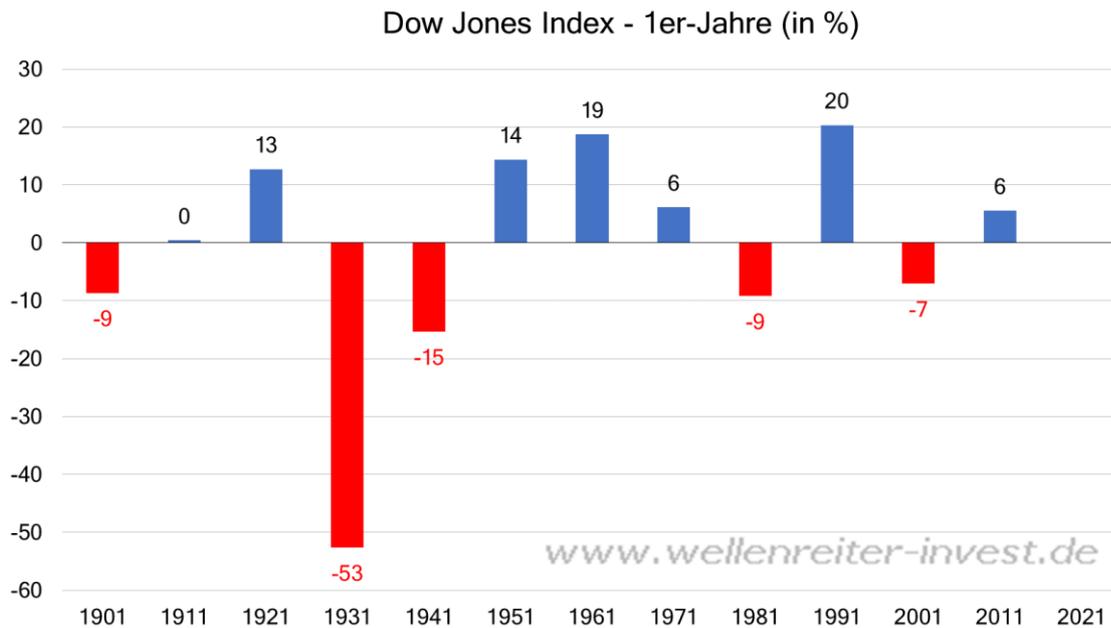


Abb. 5.10: 0er-Jahre (in Prozent)

Fünf negativen stehen sechs positive 1er-Jahre gegenüber. Die schwache Bilanz wird maßgeblich durch die Jahre 1931 und 1941 beeinflusst. Nach dem zweiten Weltkrieg ist die Bilanz positiv.

Der Durchschnittsverlauf des 1er-Jahres zeugt von einer früh im Jahr erfolgenden Wertschöpfung, die in der zweiten Jahreshälfte abgesichert werden muss.

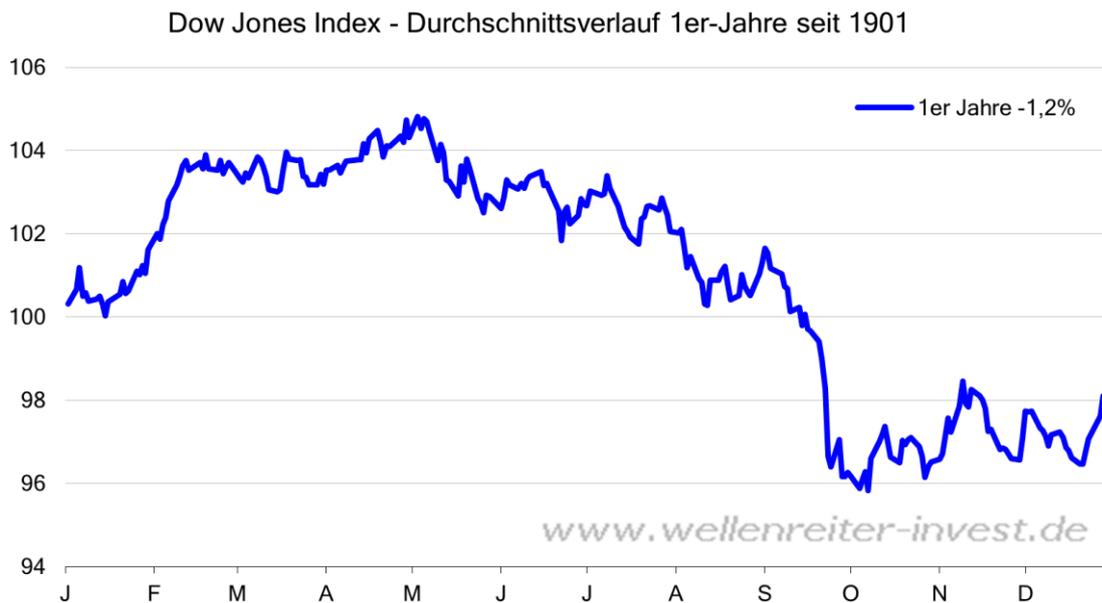


Abb. 5.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 0er-Jahre seit 1901

Einem Hochpunkt im Mai folgt ab dem zweiten Halbjahr ein Verkauf bis in den Oktober hin. Die deutliche Schwäche ist der Entwicklung der Jahre 1931 und 2001 geschuldet. Der Herbstanstieg fällt aus. „Sell in May and go away“ prägt somit statistisch das 1er Jahr.

Den Verlauf der sechs 1er-Jahre seit 1900, die gleichzeitig Nachwahljahre waren, bilden wir mit Hilfe des folgenden Charts ab. Vier der sechs Jahresverläufe endeten etwa 10 Prozent im Minus, eine ungewöhnlich negative Häufung.

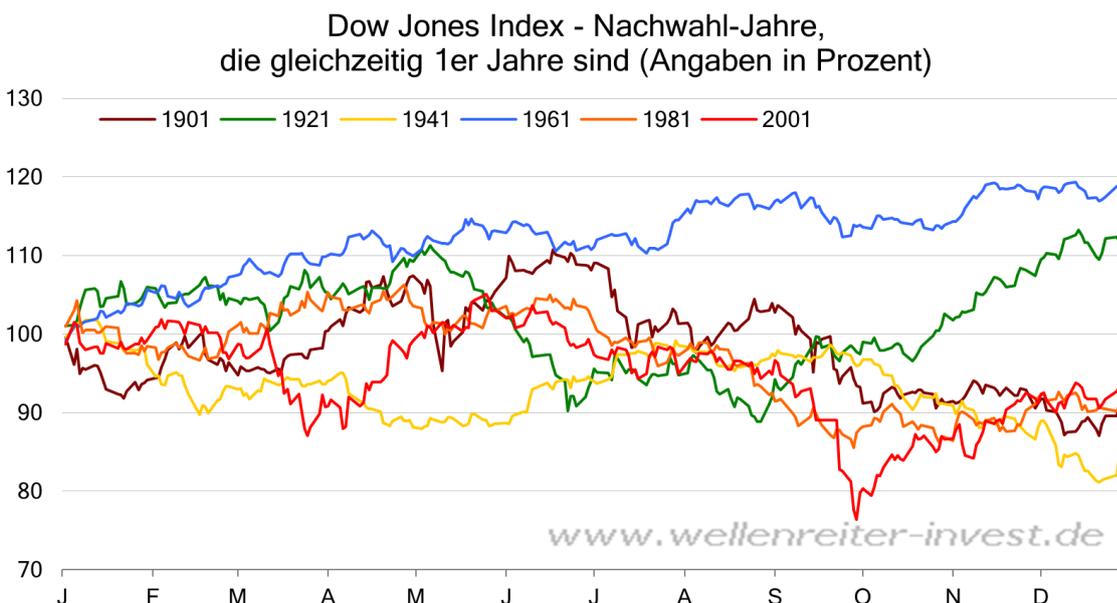


Abb. 5.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 1er Jahre, die gleichzeitig Nachwahljahre sind

## Fazit

Die Schnittmengen zwischen einem Nachwahljahr und einem 1er-Jahr liegen in einem Hochpunkt im Mai. Die Sommerrally des Nachwahljahres fällt in einem 1er Jahr aus. Von einem Sommerhoch folgt ein schwacher Herbst mit Schwäche im September. Das vierte Quartal steht üblicherweise nicht für Verluste, in einem 1er Jahr zeigt das Quartal nicht die Stärke eines sonst üblichen Nachwahljahres.

## 5.4 Marktstruktur

### Dow Theorie

Charles Dow war der Meinung, dass sich Dow Industrial- und Dow Transport-Index bestätigen müssen. Eine solche Bestätigung liegt im Gegensatz zu den Jahren 2018 und 2019 mittlerweile wieder vor.

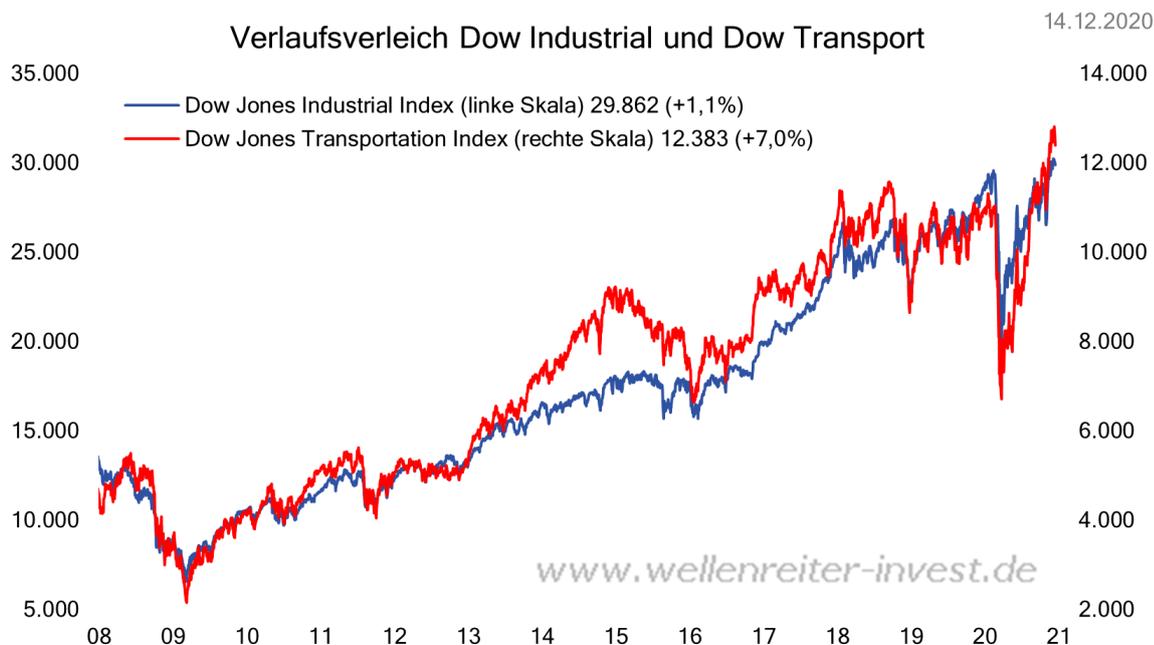


Abb. 5.13: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index

Der Transportsektor zeigt relative Stärke gegenüber den Industrieaktien. Dieses Verhalten der Transportaktien ist als ein positiver Faktor für die kommenden Monaten zu werten, weil im Vorfeld größerer Schwächeperioden wie 2000, 2007 oder Februar 2020, aber auch der korrektiven Bewegung zwischen dem Sommer 2015 und Januar 2016 die Transportaktien relative Schwäche aufwiesen. Daher ist die relative Stärke des Transportsektors mindestens für das erste Halbjahr 2021 als ein Indiz zu werten, dass temporäre Preisschwächen nur einen begrenzten Umfang von etwa 10 Prozent besitzen werden. Dabei könnte der Transportsektor seine alten Hochpunkte aus 2018 testen.

Ein weiterer Indikator der Marktstruktur ist die Betrachtung der neuen 52-Wochen-Hochs. Die Anzahl neuer Hochs steigt im vierten Quartal deutlich an (folgender Chart).

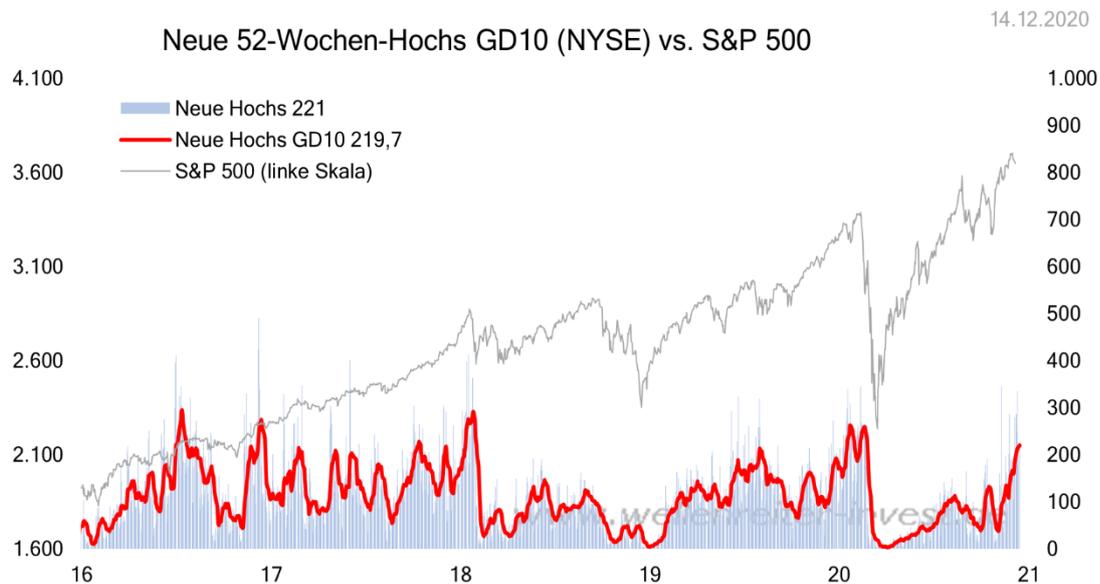


Abb. 5.14: Neue 52-Wochen-Hochs GD 10 (NYSE) vs. S&P 500

Sollte der 10-Tagesdurchschnitt neuer 52-Wochen-Hochs noch etwas stärker ansteigen, dann wäre mit Blick auf die jüngste Historie ein temporärer Hochpunkt wie in 2016 oder 2017 zu erwarten. Ein größerer Abschwung wie im vierten Quartal 2018 ist wegen einer viel breiteren Partizipation aller Indizes nicht in Sicht. Dies stellt einen signifikanten Unterschied zur Situation vor 12 Monaten dar, als die Fokussierung auf hochkapitalisierte Werte typisch für eine späte Phase einer Aufwärtsbewegung war. Nach der Rezession hebt zuletzt die Flut alle Boote, Divergenzen zu anderen markt-breiten Indizes haben sich aufgehoben.

Für die Marktstruktur spielten die initiierten und beendeten Quantitative Easing (QE)-Programme der US-Notenbank eine wichtige Rolle. (siehe „Beginn QE Corona“ folgender Chart).

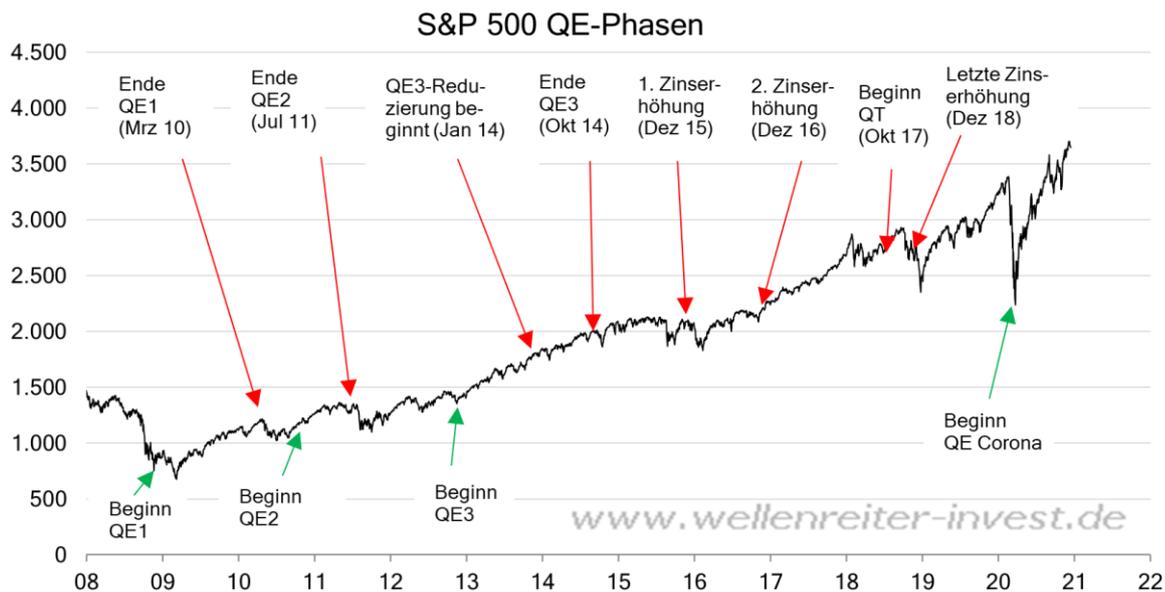


Abb. 5.15: S&P 500 QE-Phasen

Das jeweilige Ende eines QE-Programms führte zu größeren Korrekturperioden. Die Heftigkeit der Korrekturphase schwankte zwischen 10 Prozent (2014) bis zu 20 Prozent in der Spitze (2011), als sich Rezessionsängste durch die Vertrauenskrise über die Schuldentragfähigkeit in Europa als Crashphase entluden. Es gibt keinen Grund für die Annahme, dass das Ende des aktuell laufenden QE-Programms nicht zu einem „Risk off“-Verhalten der Investoren führen wird.

Uns ist bewusst, dass die FED momentan ihr QE-Programm drastisch eingeschränkt hat. Ein offizielles Ende ist allerdings nicht erkennbar. Eine Reduzierung der Bilanzsumme durch Netto-Verkäufe von Anleihen würde zu Kursverlusten führen. Für erste Anzeichen eines Endes der QE-Corona-Maßnahmen verweisen wir auf die Begleitung durch die tägliche Frühausgabe.

Abschließend wollen wir auf einen Indikator hinweisen, den wir nicht nur gerne verwenden, sondern der historisch gute Dienste bei der Ausbildung mittelfristiger Tiefpunkte leistet. Ein Handelstag mit einem Aufwärtsvolumen von 90 Prozent und mehr indiziert, dass die Käufer wie in einem Rausch Aktien kaufen. Meistens kommen diese Signale nach einem größeren Preisrückgang zustande und indizieren, dass die Preise tief genug gefallen waren, um Käufe „um jeden Preis“ auszulösen.



Abb. 5.16: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index

Nach dem starken Rückgang im vierten Quartal 2018 folgten am 26. Dezember 2018 (96,6 Prozent) und am 4. Januar 2019 (95,9 Prozent) in kurzer Abfolge zwei extreme Handelstage, die den Trend drehten. Ein ähnlich starker Kaufdruck konnte nach dem Corona-Crash im März 2020 am 24. März (94,3 Prozent), 6. April (91,9 Prozent) und am 8. April (93,1 Prozent) beobachtet werden. Am 5. Juni (90 Prozent) und 8. Juni (91 Prozent) folgten zwei weitere starke Kaufstage, die temporär die Aufwärtsbewegung erschöpften. Ein außergewöhnliches Abwärtsvolumen von 98,8 Prozente markierte das Tief einer dreitägigen korrektiven Bewegung. Das zweite Halbjahr 2020 verlief ruhiger, allerdings konnte sich ein weiteres historisch rares Signal bilden.

Die Kraft der Aufwärtsbewegung im November 2020 war historisch bemerkenswert. Auch eine Sequenz von Handelstagen mit mindestens 80 Prozent kann ein Umkehrsignal indizieren. Im November 2020 gab es 8 Handelstage mit einem Handelsvolumen von mindestens 80 Prozent. Am 2., 3., 5., 9., 13., 16., 23. und 24. November war dieser starke Kaufdrang der Investoren zu beobachten. Die ersten 4 Tage bildeten sich innerhalb von lediglich 6 Handelstagen. In knapp 60 Jahren passierte dies erst zum zwölften Mal. Ausgehend vom Signal am 9. November (S&P 500 bei 3.551 Punkten) konnte 1 Jahr später ein durchschnittlicher Kursgewinn von 19 Prozent im S&P 500 beobachtet werden. Der einzige Verlust ergab sich nach dem Signal im Oktober 1982 mit geringen 3,6 Prozent. Das außergewöhnliche Momentum war ein Signal der Stärke und Zuversicht der Investoren.

Nach dem starken Anstieg stellt sich die Frage, ob es Anzeichen für zukünftige Preischwäche gibt.

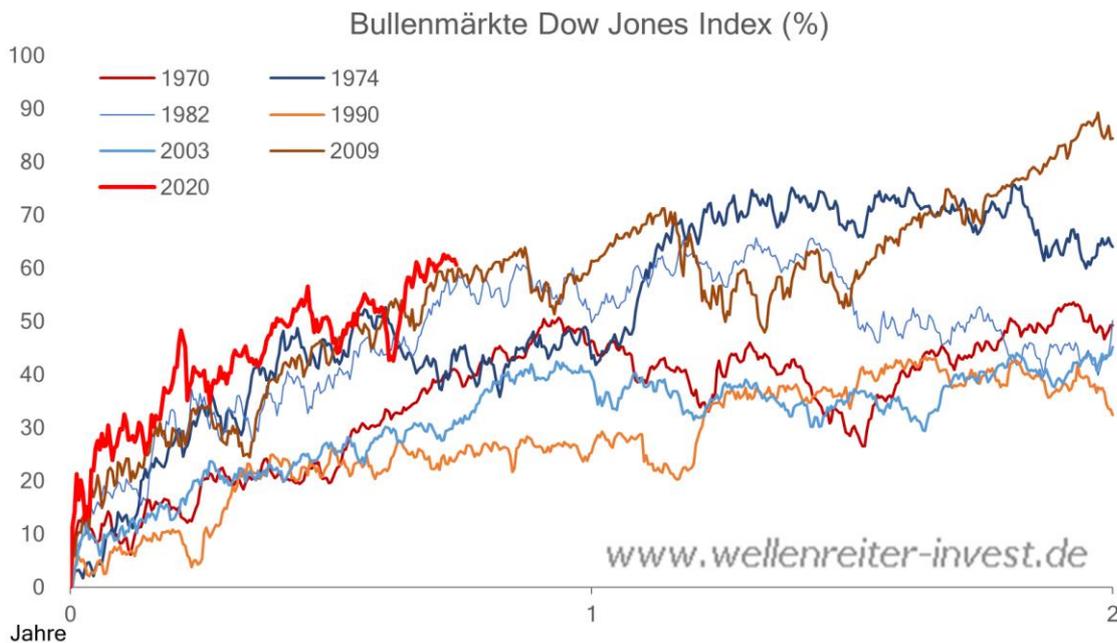


Abb. 5.17: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index

*„Die Geschichte wiederholt sich nicht, aber sie reimt sich.“ (Mark Twain)*

Bei der Betrachtung des Startpunktes eines neuen Bullenmarkts, der durch eine Rezession gestartet wird, gab es in den vergangenen 50 Jahren bisher 6 Vergleichsmuster. Dieser Bullenmarkt ist mittlerweile knapp 9 Monate alt und zeigt historisch bisher den größten Kursgewinn, wobei er nur sehr knapp oberhalb des Verlaufs des Jahres 2009 liegt.

Mit Ausnahme des sehr flachen Starts 1990 bildete der Bullenmarkt ab 1974 bereits nach etwa 6 Monate eine konsolidierende Phase über mehr als 6 Monate aus, bevor ein weiterer deutlicher Aufwärtsschub folgte, der dann die Aufwärtsbewegung zunächst erschöpfte. Die Fälle 1970, 1982, 2003 sowie 2009 zeigen einen Hochpunkt an, der vor dem Vollenden des ersten Jahrestages eine korrektive Bewegung einläutete. Von diesem Hochpunkt aus dauerte diese Bewegung 6 bis 9 Monate an, bis sich die Aufwärtsbewegung fortsetzte. Da es unwahrscheinlich ist, dass der Bullenmarkt ab März 2020 das Muster ab März 2009 nachempfinden wird, sind zwei Pfade zu favorisieren: ein Muster wie ab 1982 oder ein Muster wie ab 1970.

Das Muster ab 1982 würde im neuen Jahr ab Januar/Februar eine moderate Preischwäche bedeuten, gefolgt von einem Anstieg auf marginal höhere Preisniveaus. Hierbei würde sich über einige Monate im Sommer bis Richtung September eine Toppingphase bilden. Etwa 18 Monate nach dem Tief würde somit eine Abwärtsbewegung einsetzen, die bis zu Beginn des Jahres 2022 dauern würde. Die bedeutende Preischwäche würde sich somit im Herbst bilden. Die statistische Seite des Nachwahljahres und 1er-Jahres lässt diesen Verlaufsvergleich am wahrscheinlichsten erscheinen.

Das Muster ab 1970 würde einen Hochpunkt im Februar/März vor dem ersten Geburtstag erwarten lassen. Danach würde sich eine Schwächephase bis in den Herbst ergeben, so dass das vierte Quartal neue Käufe aussichtsreich machen würde. Alle Muster eint, dass auf Sicht der kommenden 6-9 Monate kaum mit weiteren Kursgewinnen am Gesamtmarkt zu rechnen ist.

Ein Aspekt, der eine Phase der Preisschwäche wahrscheinlicher macht, ist das veränderte Verhalten der Investoren im „Smart Money Flow Index“.

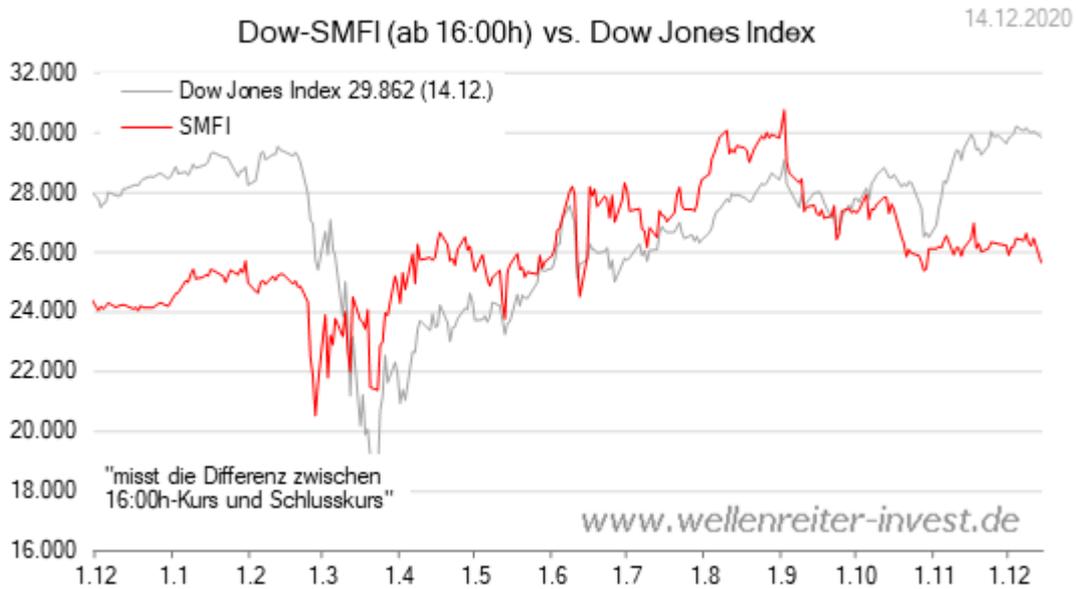


Abb. 5.18: Dow-SMFI vs. Dow Jones Index

Der Smart Money Flow Index des Dow Jones Index vollzog die neuen Indexhochs nicht mehr nach und tendiert zuletzt leicht zur Schwäche. Im Rahmen des Corona-Crashes nahm die Volatilität bis auf 80 zu und erreichte den Hochpunkt vom Oktober 2008.

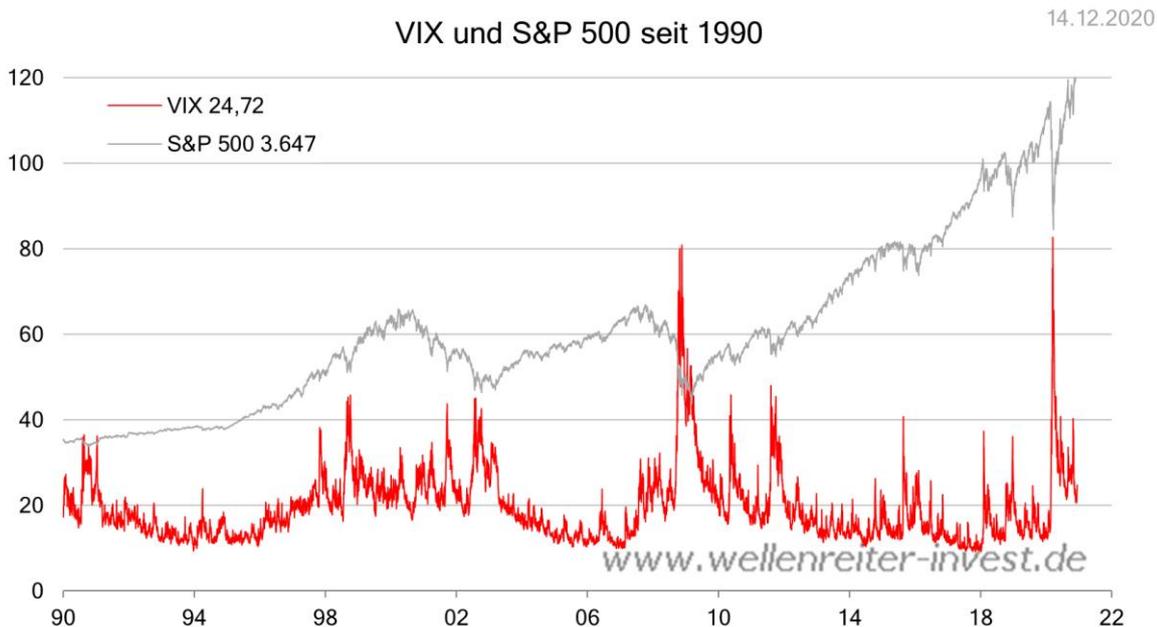


Abb. 5.19: VIX und S&P 500

Zuletzt notiert die Volatilität bei Werten um 22 und ist damit signifikant von den Tiefs der Jahre 2017 (10 Punkte) und 2019 (12 Punkte) entfernt. Nach dem Ende der Finanzkrise nahm die Volatilität ab und sank bis zum Hochpunkt in 2011 auf Niveaus von 14 Punkten. Der Rückgang erfolgte nicht geradlinig, da im zweiten Quartal 2010 im Rahmen einer Preisschwäche noch einmal Werte von 40 beobachtet wurden. Für 2021 ist im Rahmen einer Preisschwäche durchaus noch einmal mit einem temporären Anstieg der Volatilität auf ähnliche Niveaus zu rechnen, danach sollte sie sich abbauen. Ein Volatilitätsschock wie im Jahr 2020 ist ein historisch rares Signal, dass sich nicht so schnell wiederholen wird.

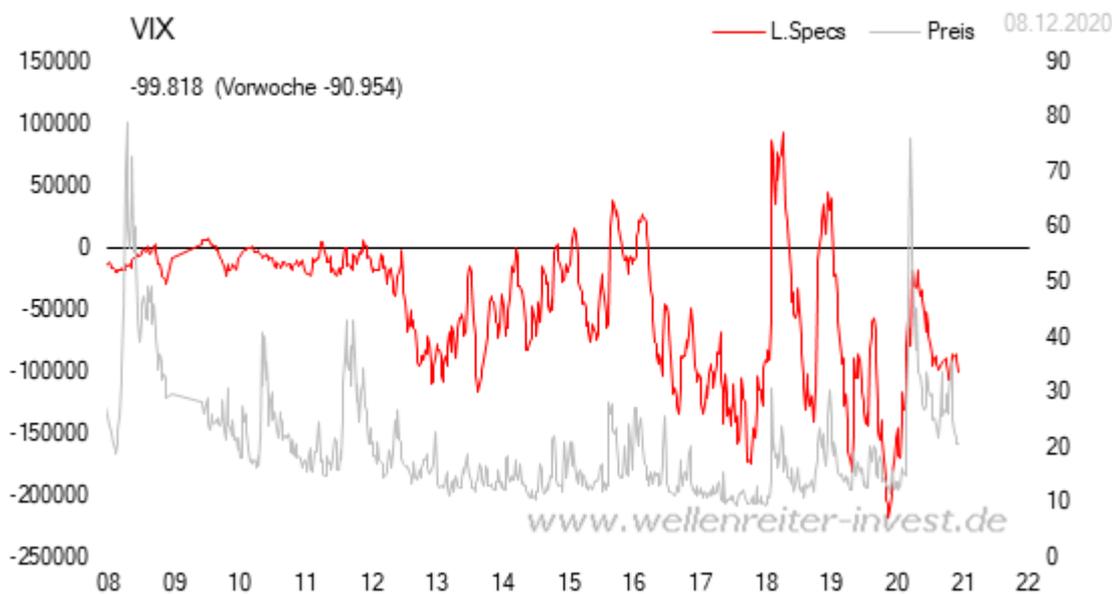


Abb. 5.20: Netto-Positionierung der Großspekulanten im VIX

Am US-Terminmarkt sind die Großspekulanten per Saldo zwar short positioniert, aber dies in einem deutlich niedrigeren Ausmaß als an Tiefpunkten des VIX in 2017 oder zum Jahreswechsel 2019/2020.

Der 10-Tage-GD der CBOE-Put-Call-Ratio auf Aktien notiert bei 0,39. Ein derart bullischer Wert lag in diesem Jahrhundert nur zu Beginn (im Jahr 2000) vor. Weder die Hochpunkte der Jahre 2007/08 noch 2011 verliefen derart angstfrei.

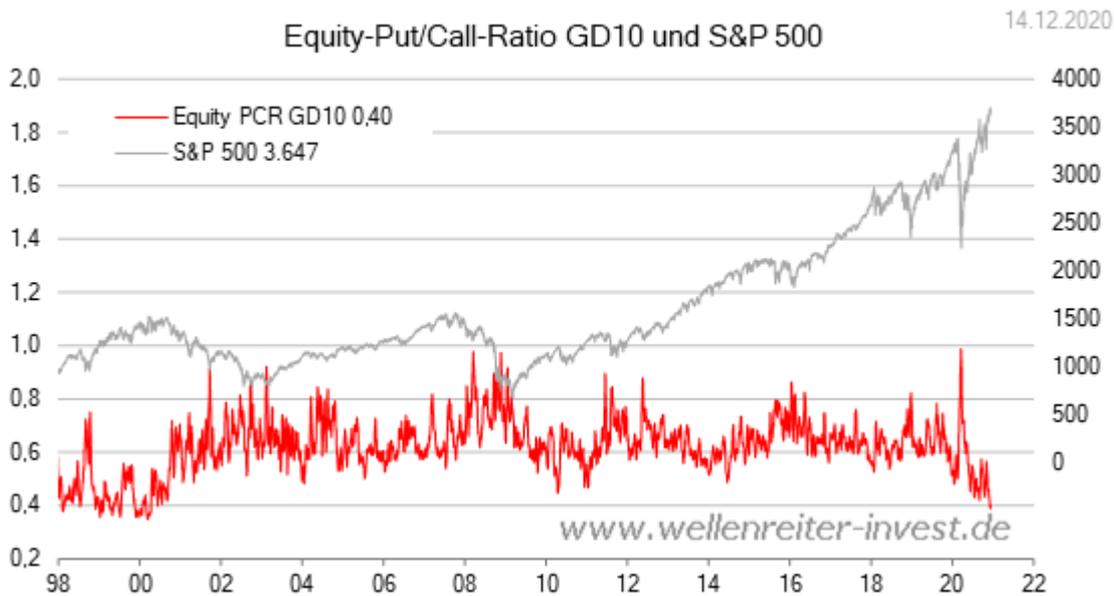


Abb. 5.21: Equity-Put-Call-Ratio

In der Regel signalisiert ein derartiger Wert aber eine Unterbrechung im Aufwärtstrend in Form zumindest einer Konsolidierung.

### 5.5 Sentiment

Als mittelfristiger Indikator agiert aufgrund der großen Datenreihe die Stimmung der US-Börsenbriefschreiber (Investors Intelligence). In einem Aufwärtstrend liegt üblicherweise am Jahresende ein erhöhter Optimismus vor.

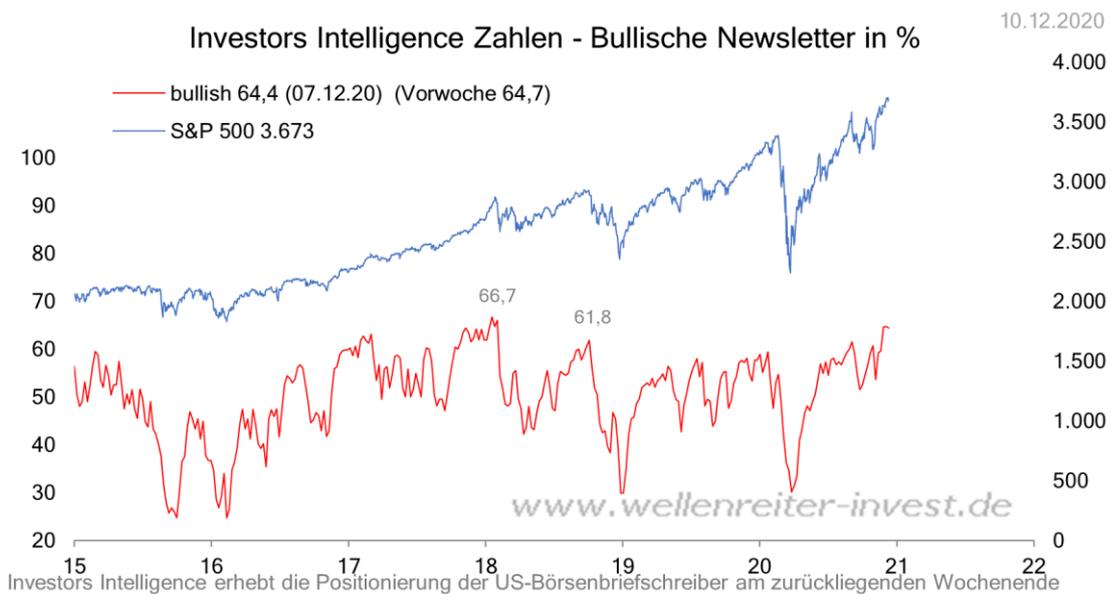


Abb. 5.22: Investors Intelligence Zahlen - Bullische Börsenbriefverfasser in Prozent

Mit 64,4 Prozent befindet sich der Optimismus zwar auf einem extrem hohen Niveau. Lediglich 16,8 Prozent sind skeptisch gestimmt. In den letzten 6 Jahren gab es lediglich im Januar 2018 eine kurze Phase mit einer größeren Euphorie. Damals waren Ende Januar 66,0 Prozent optimistisch eingestellt und nur 12,6 Prozent skeptisch. Es folgte eine scharfe mehrtägige Korrektur im Preisumfang von 10 Prozent, der VIX schoss damals auf 50.

Der hohe Optimismus wird sowohl in der wöchentlichen Fondsmanagerumfrage NAAIM als auch in der monatlich stattfindenden globalen Fondsmanagerumfrage von Bank of America angezeigt. Die Profis weisen zum nahenden Jahresende eine sehr hohe Übergewichtung von Aktien aus, die kaum steigerbar erscheint. Ihre Liquidität lag in der Novemberumfrage vor deutlichen Kursgewinnen bei 4,1 Prozent auf einem der niedrigsten Niveaus der letzten 7 Jahre. Im Falle einer auftauchenden Konjunkturdelle durch einen Lockdown würden sie auf dem falschen Fuß erwischt und würden ihre hohe Übergewichtung bei Aktien reduzieren.

Die US-Privatanleger sind nicht so stark optimistisch. Nach der monatlichen Umfrage von AAI im November 2020 liegt der Aktienanteil noch deutlich unterhalb des Niveaus von Anfang 2018.

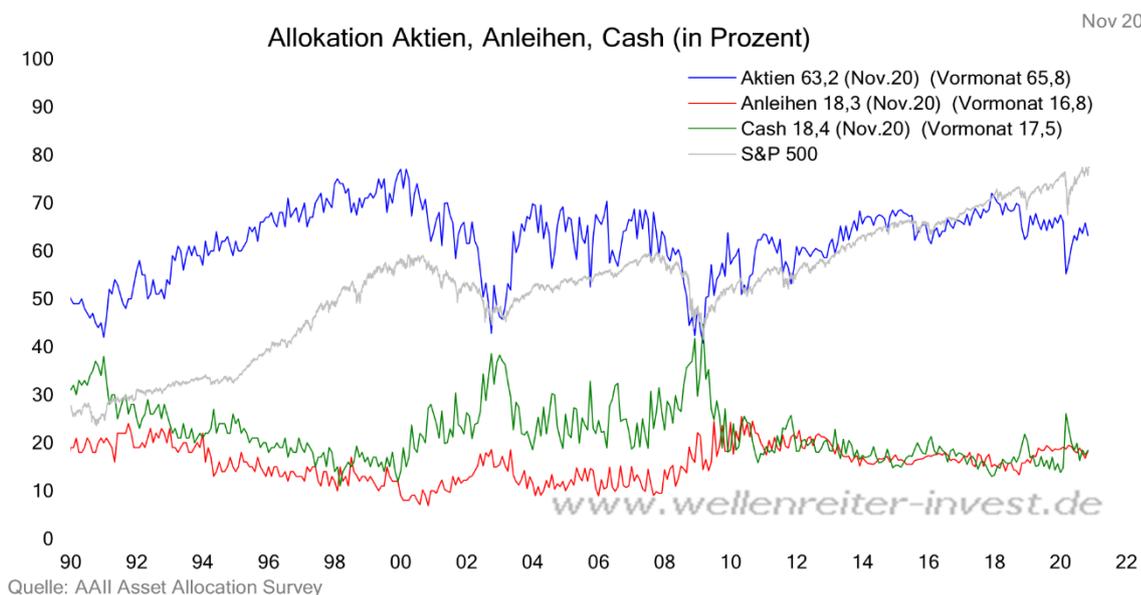


Abb. 5.23: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)

Ihr Cash-Anteil liegt auf dem durchschnittlichen Anteil der Jahre 2013-16, sie liegt 4 Prozentpunkte höher als vor einem Jahr.

## 5.6 S&P 500 Sektoren

Die Technologiewerte waren die Outperformer in den 90iger Jahren bis zum März 2000 und sie sind es wieder seit 2009. Wie in 2019 haben sie auch im Jahr 2020 alle Sektoren hinter sich lassen können. Allerdings hat sich ihr hohes Momentum reduziert, da sie ihren Hochpunkt von Anfang September kaum übertroffen haben.

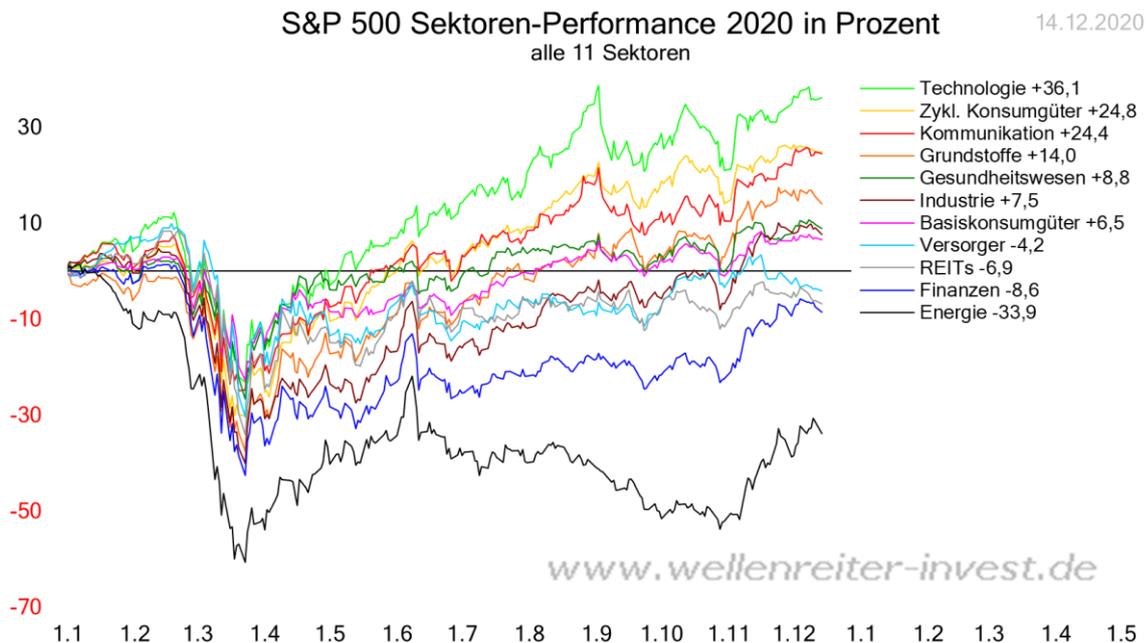


Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren

Dieser bildete sich Anfang September nach einer preislichen Beschleunigungsphase, der Trends beenden kann oder zumindest zu einer längeren Konsolidierungsphase führen sollte. Zumindest letzteres ist anzunehmen. Insbesondere im letzten Jahr entwickelten sich die einzelnen Sektoren sehr heterogen. Dies ist in diesem Jahr anders, die Bewegung ist homogen geworden.

Insgesamt notieren auf Jahresbasis 7 Sektoren im Plus und nur 4 Sektoren im Minus. Genau im Mittelfeld liegt der Industriesektor mit einem Plus von 9 Prozent. Verbesserungen zeigte seit Anfang November der extrem negativ getroffene Energiesektor, der bis dahin einen Wertverlust von 50 Prozent aufwies. Er hat sich der Aufwärtsbewegung aller anderen Sektoren als letzter Sektor angenommen. Die Ironie der Börse brachte dem Energiesektor unter Präsident Trump, der die Ölindustrie unterstützte, die schlechteste Performance. Sein Nachfolger Biden steht für erneuerbare Energien und unter ihm erwacht der Ölkriegssektor wieder. Die Megatrends der Börse richten sich nicht nach Präsidenten, denn der Technologiesektor war bereits unter Präsident Obama zum Outperformer geworden. Das Comeback des Energiesektors ist zunächst als eine Erholung aus den Tiefen einer Baisse anzusehen, aber nicht zwingend einem neuen Bullenmarkt über viele Jahre.

## Idealisierter Konjunkturzyklus

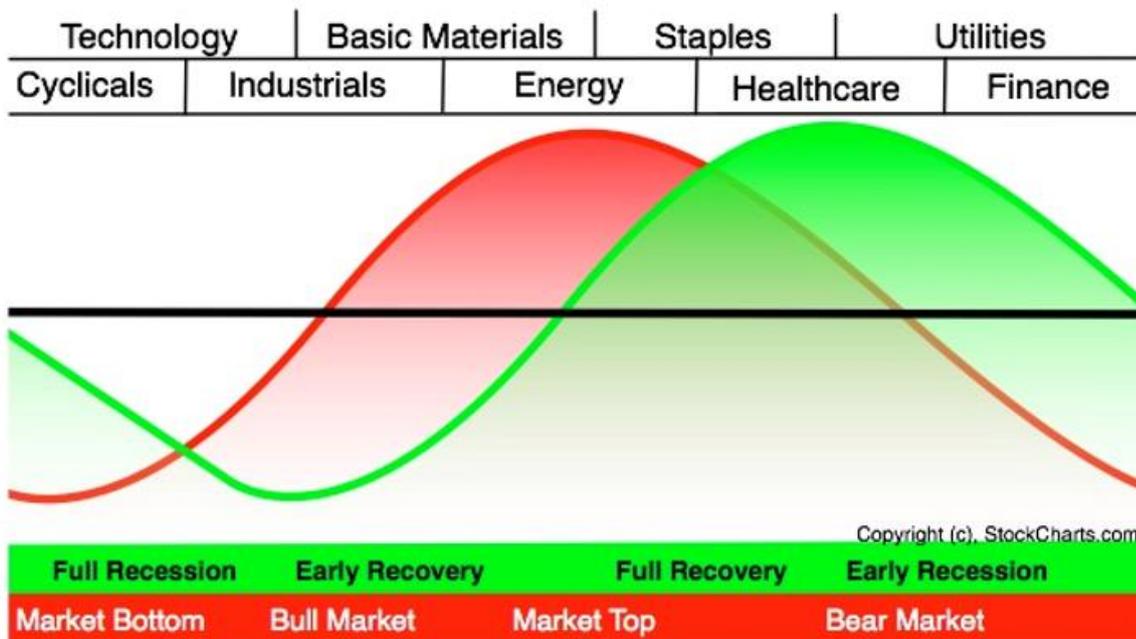


Abb. 5.25: Idealisierter Konjunkturzyklus

Quelle: Stockcharts.com

Im Schema des idealisierten Konjunkturzyklus sind neben Industrieaktien vor allem Basic Materials gesucht, danach folgt der Energiesektor. Das Verhalten der Börse zeigt noch die Phase der frühen Erholung an, die defensiven Sektoren entwickeln sich schwächer als der Gesamtmarkt.

## 5.7. Leit-Aktienindizes

### 5.7.1 US-Aktienmarkt

#### S&P 500

Der Corona-Crash führte auf die Hochpunkte von 2015 und 2016 zurück.

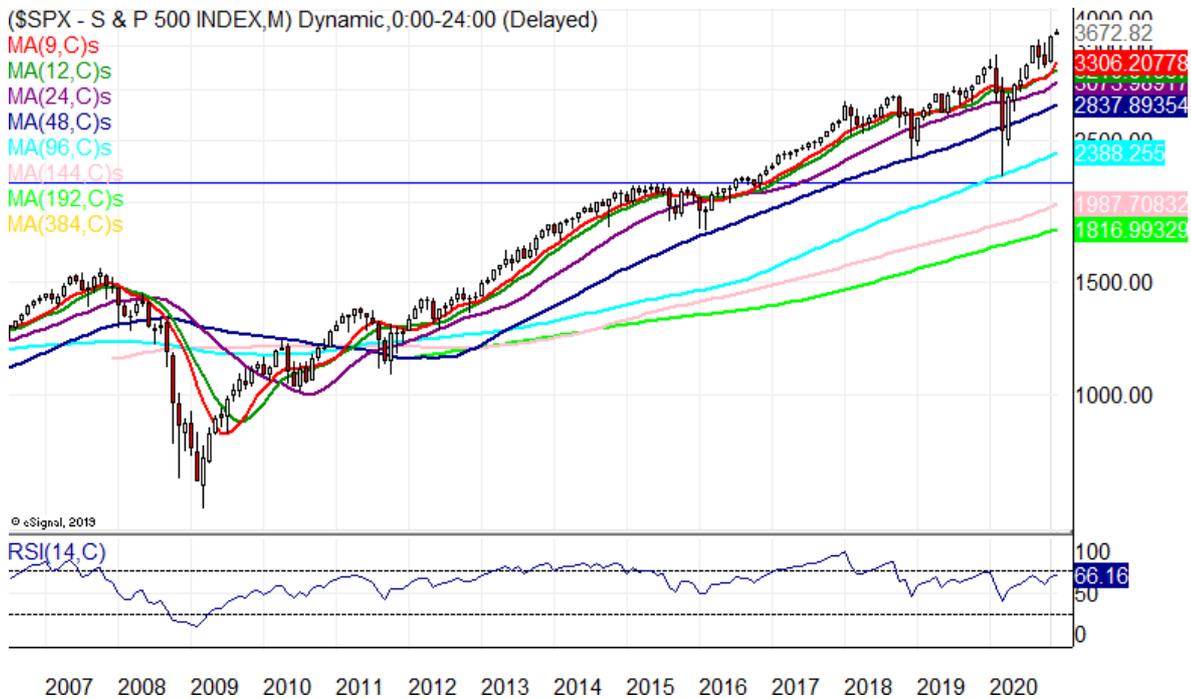


Abb. 5.26: S&P 500 Monatschart

Der Aufwärtstrend ist intakt, es könnte sich eine negative Divergenz im RSI bilden, die allerdings bei einer Fortsetzung des Aufwärtstrends im Monatschart aufgelöst werden kann. Ein anderer Aspekt mahnt hingegen zu etwas mehr Vorsicht.

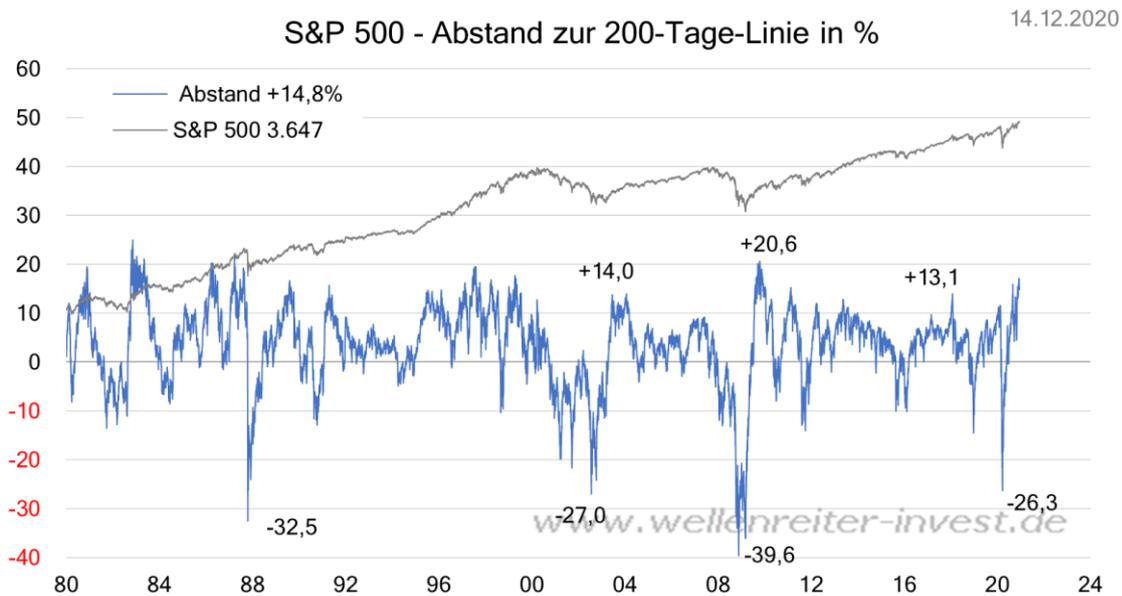


Abb. 5.27: S&P 500 – Abstand zur 200-Tage-Linie

Der starke Aufwärtstrend hat zu einem Überschreiten des inneren Trends (200-Tageslinie), der bei 3.174 Punkten verläuft, um 15 Prozent geführt. Vergleiche mit früheren „Push“-Situationen, wenn in der Realwirtschaft eine Rezession vorlag und der US-Aktienmarkt tief gefallen war, zeigen an, dass aus einer starken Unterschreitung der 200-Tageslinie eine starke Überschreitung folgte. Dies konnte zuletzt in den beiden Rezessionen 2003 und 2009 beobachtet werden. Da der S&P 500 im Jahr 2020 einen beinahe identischen Rückgang unter die 200-Tageslinie wie in 2002/2003 anzeigte, dürfte auf der Oberseite mit einem ähnlichen Anstieg zu rechnen sein. Daher dürfte der S&P 500 kaum weiteres Potential für eine Steigerung gegenüber der 200-Tageslinie besitzen. Eine Phase der Preisschwäche setzte allerdings nicht im Maximum des Abstands zur 200-Tageslinie ein, sondern verzögerte sich zeitlich um einige Wochen. Im Falle einer Preisschwäche kann die weiter steigende 200-Tageslinie als Unterstützung leicht unterschritten werden.

## Nasdaq 100 Index

Der Technologiesektor ist der führende Sektor des Bullenmarktes seit 2009.

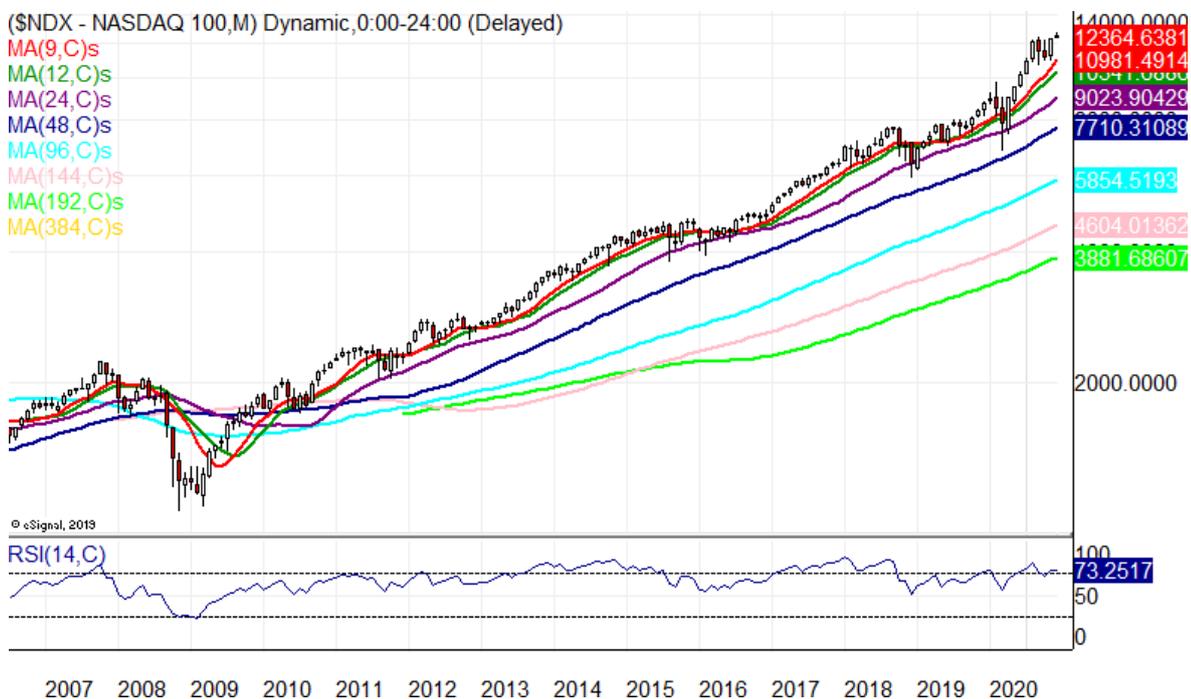


Abb. 5.28: Nasdaq 100 Index Monatschart

Während der Aufwärtstrend in den letzten Jahren sehr konstant verlief, erfolgte durch die preisliche Beschleunigung eine zumindest temporäre Übertreibung. Anfang September 2020 notierte der Index 25 Prozent oberhalb der 200-Tageslinie, zuletzt sind es immer noch 16 Prozent.

Zudem ist auffällig, dass die allseits bekannten Schwergewichte keine neuen Hochs markieren. Der Monats-RSI bildet eine potentielle negative Divergenz gegenüber September aus und eine korrektive Phase dürfte näher rücken. Eine generelle Trendwendeformation ist im Nasdaq 100 nicht erkennbar.

### US-Halbleiter-Index

Der US-Halbleiterindex hat im Jahr 2019 den Ausbruch über das alte Allzeithoch des Jahres 2000 vollziehen können. Der Corona-Crash führte mit einem Pullback auf den ehemaligen Hochpunkt von vor 20 Jahren zu einer Bestätigung des Ausbruchs.

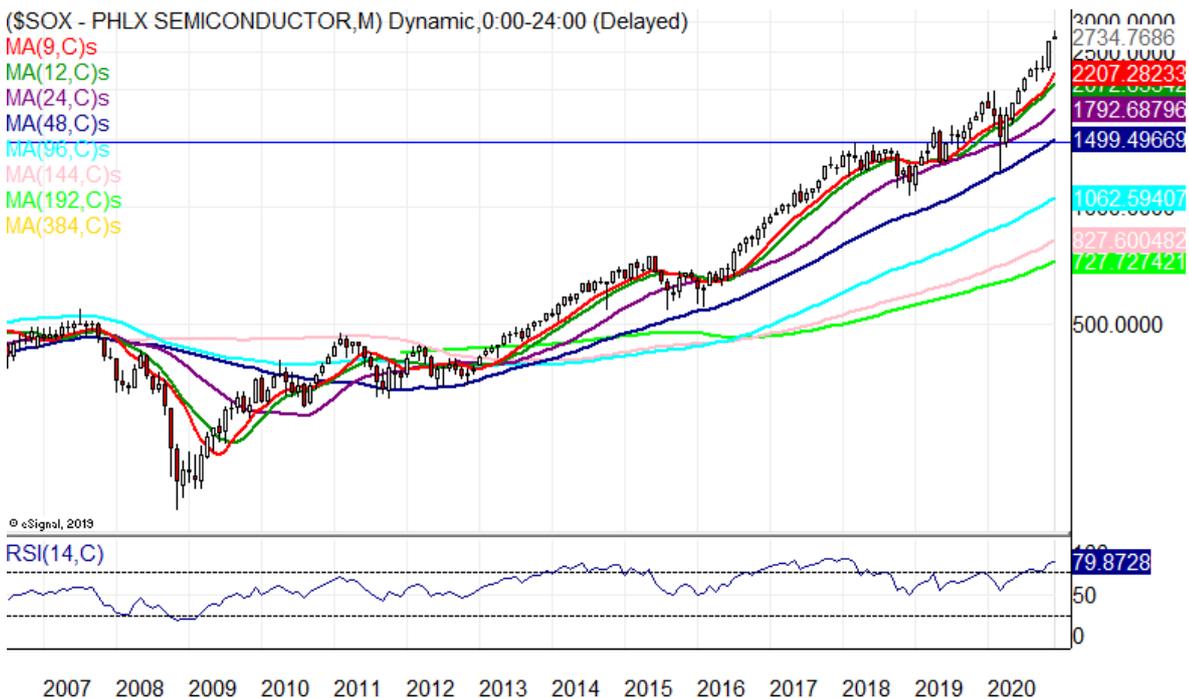


Abb. 5.29: US-Halbleiterindex Monatschart

Die Beschleunigung im Aufwärtstrend ist deutlich fortgeschritten, der Abstand zur 200-Tageslinie beträgt 25 Prozent. Der Sektor ist in naher Zukunft korrekturfährdet, dabei steht der generelle Aufwärtstrend nicht zur Debatte.



Abb. 5.30: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500

Die Ratio des Halbleiterindex steigt gegenüber dem S&P 500 seit Herbst 2018 wie an der Schnur gezogen an. In dieser Zeitspanne hat er sich fast 70 Prozent besser als der S&P 500 entwickelt.

### Russell 2000

Der US-Nebenwerteindex Russell 2000 vollzog im Herbst 2020 den Ausbruch auf neue Allzeithochs.

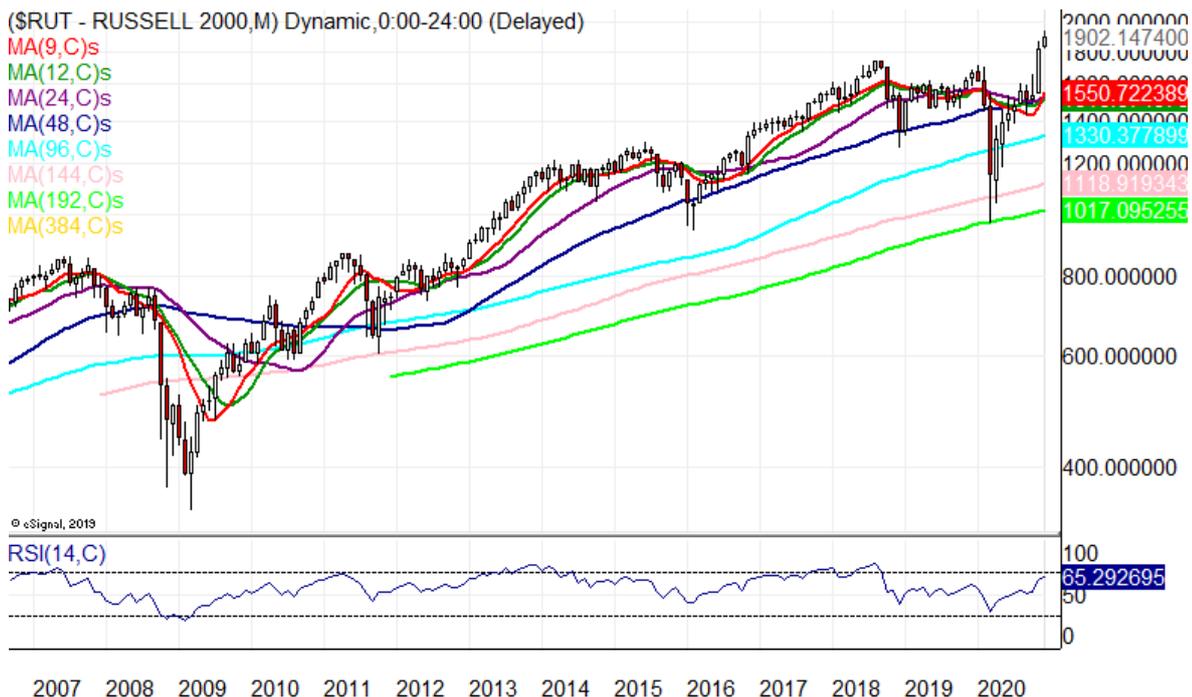


Abb. 5.31: Russell 2000 Monatschart

Der Corona-Crash endete auf den Kursniveaus von 2013 und auf dem steigenden 12-Jahres-Durchschnitt. Ein Pullback auf das bisherige Allzeithoch von 2018 wäre als Bestätigung für den Ausbruch zu werten. Das Rückschlagpotential läge im Bereich von 7 Prozent. Der Nebenwerte-Index zeigte in den letzten Jahren relative Schwäche.

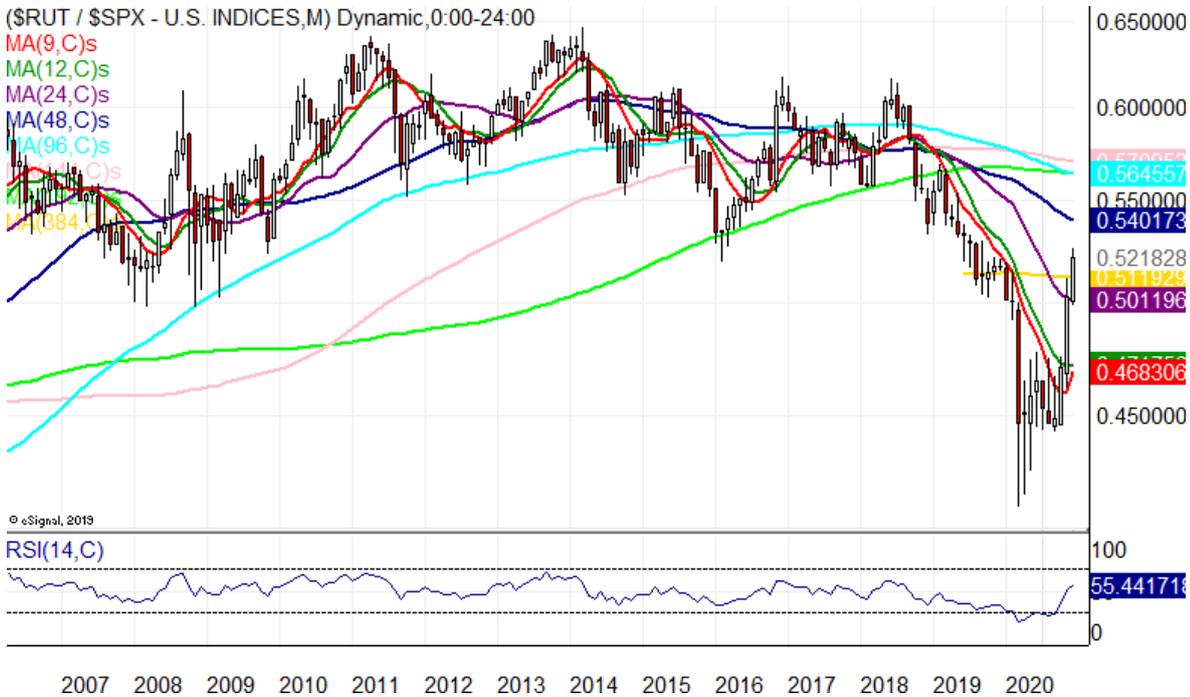


Abb. 5.32: Russell 2000 / S&P 500 Monatschart

Die Phase der relativen Schwäche ist vorüber und die Nebenwerte ebenso wie Small und Mid Caps sind zu Outperformern im Markt geworden. Auch deswegen stellt das Tief im März 2020 einen Strukturbruch im US-Aktienmarkt da, weil nicht mehr hochkapitalisierte und defensive Sektoren neben den Techaktien führend sind, sondern sich Small und Mid Caps sowie zyklische Aktien (siehe Transportsektor) verbessert haben. Dieses Verhalten steht für einen Wirtschaftsaufschwung und auch eine aus dem Blickfeld des Sentiments zu erwartende, korrektive Bewegung stellt diese neuen Trends nicht direkt wieder zur Disposition.

## 5.7.2 Europäischer Aktienmarkt

### Euro Stoxx 50

Der Euro Stoxx 50 besitzt eine andere Indexzusammensetzung als die US-Indizes und ist in den letzten Jahren ein starker Underperformer.

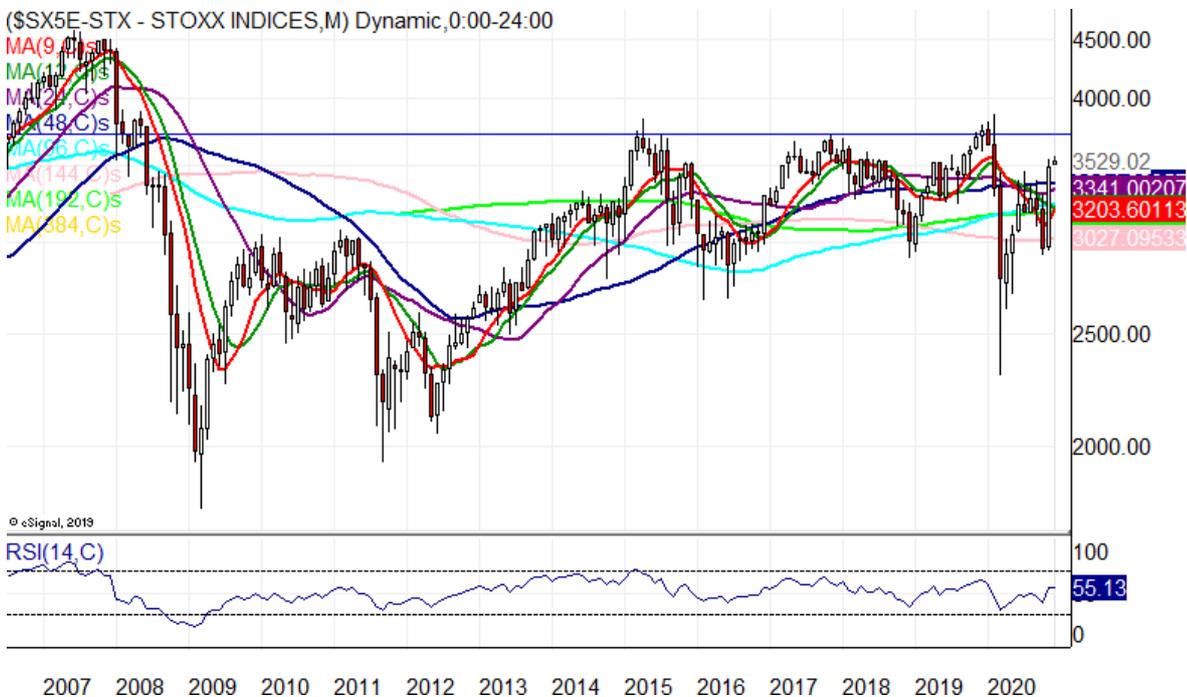


Abb. 5.33: Euro Stoxx 50 Monatschart

Seit März 2015 herrscht eine erratische Bewegung im großen europäischen Aktienindex, der unterhalb der Hochpunkte von 2015, 2017 und 2019 bzw. Anfang 2020 notiert. Die Hochpunkte von 2000, aber auch von 2007 sind noch weit entfernt und damit geht es dem europäischen Aktienmarkt nicht anders als dem japanischen Aktienmarkt von 1990-2010. Seit März 2020 konnte dieser Index keine relative Stärke gegenüber den USA aufbauen. Der vierte Anlauf auf die Hochpunkte dürfte im Laufe des Jahres 2021 anstehen, das Sentiment spricht momentan nicht für einen nachhaltigen Ausbruch.

## DAX und KDAX

Deutschlands Entwicklung ähnelt der Entwicklung des Euro Stoxx 50. Da der DAX die Dividenden in seiner Berechnung enthält, wirkt er marginal stärker als das große europäische Aktienbarometer. Daher sind in 2021 keine extrem starken Rückgänge am deutschen Aktienmarkt von mindestens 20 Prozent zu erwarten.

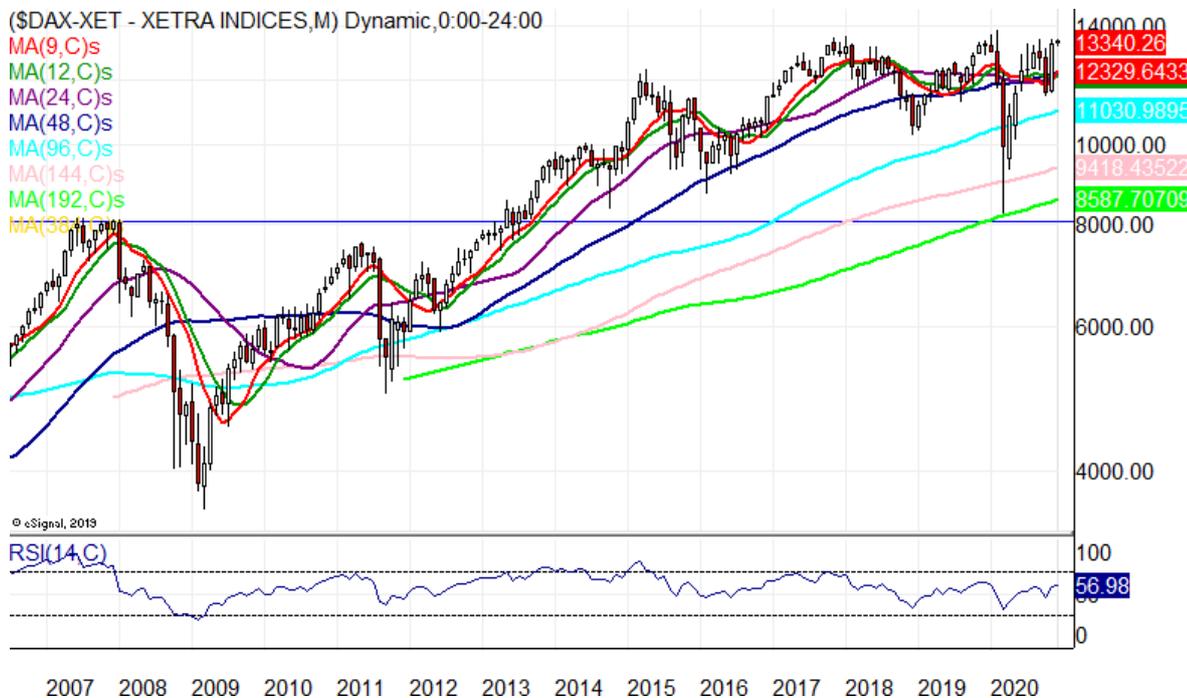


Abb. 5.34: DAX Monatschart

Der DAX notiert in der Nähe der Hochpunkte von Oktober 2017/Januar 2018 sowie vom Februar 2020. Der Corona-Crash endete im März als Pullback auf das Kurshoch von 2007. Die Zusammensetzung des DAX wird sich in 2021 verändern, die Erweiterung auf 40 Werte verbreitert den Index durch den Aufstieg der 10 größten MDAX-Werte. Da diese 10 Werte geringer gewichtet sind als die beiden größten Werte SAP und Linde gemeinsam und sich das Gewicht der einzelnen Branchen nicht sehr stark verändern wird, ist anhand dieser Erweiterung des Index keine substantielle Veränderung der relativen Entwicklung gegenüber des S&P 500 zu erwarten.

Die Bundestagswahl Ende September 2021 wird zwar eine Veränderung nach der 16jährigen Kanzlerschaft von Angela Merkel führen, inwiefern sich positive politische Impulse durch eine neue wirtschaftsfreundliche Politik ergeben werden, ist völlig offen. Da in den Wahlumfragen der Block CDU/CSU und FDP quasi identische Stimmenanteile wie der Grün-Rot-Rote Block aus Grünen, SPD und Linken besitzt und diese beiden Blöcke keine absoluten Mehrheiten besitzen, bleibt momentan offen, ob die Periode der Großen Koalition eine Zusammenarbeit von CDU/CSU mit der SPD oder den Grünen bedeutet. Ebenso wird nach Corona ein anderer Zeitgeist andere Themen in den

Vordergrund heben, so dass sich deutliche Stimmenveränderungen gegenüber der Corona-Phase ergeben werden. Aus Sicht der Börse würde eine Grün-Rot-Rote Regierung wirtschaftsunfreundlich agieren, so dass die deutsche Börse in eine neue Phase der Underperformance fallen würde. Da am Kapitalmarkt bereits seit zwei Jahren grüne Aktien Outperformer sind, ist damit zu rechnen, dass die Grünen nach der Wahl Deutschland mitregieren werden. Aufgrund der gefragten wirtschaftlichen Kompetenz nach der Corona-Phase ist eine Regierungskoalition aus CDU/CSU und den Grünen am wahrscheinlichsten, zumal diese Kombination bereits vor der Corona-Phase eine Mehrheit besaß.

Die Schwäche im DAX fällt mit Blick auf den Kurs-DAX (ohne Dividenden) noch etwas größer aus.

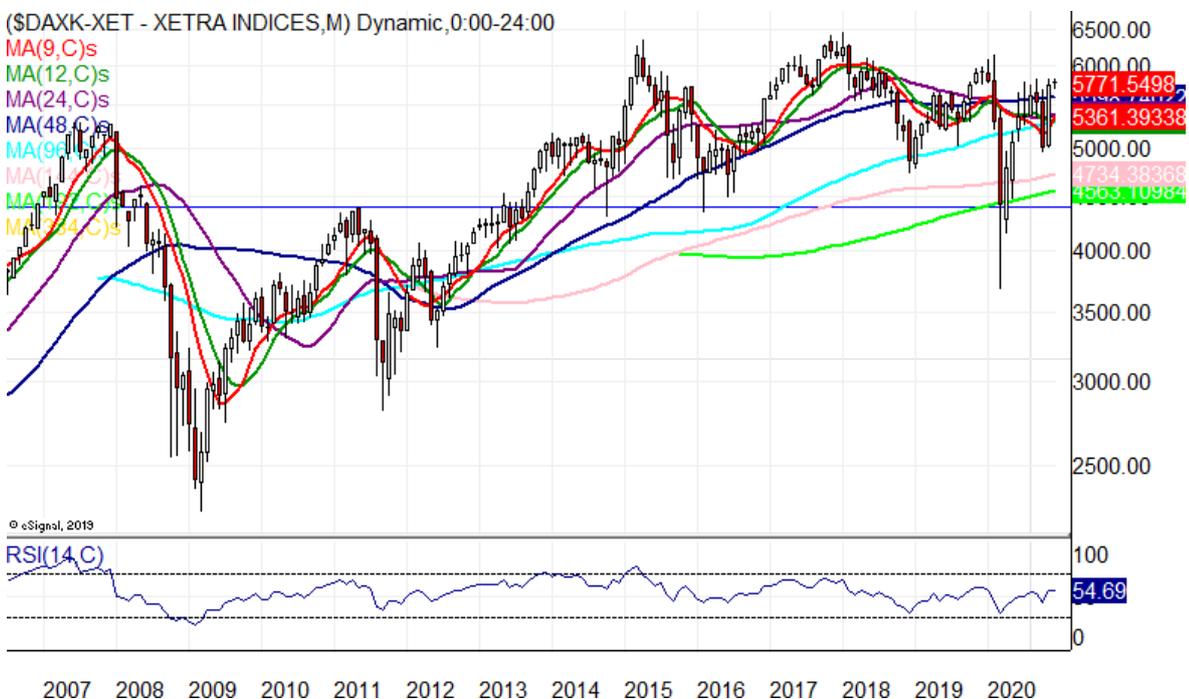


Abb. 5.35: KDAX Monatschart

Dem Kurs-DAX fehlen rund 10 Prozent bis zu seinen Hochpunkten aus den Jahren 2000, 2015 und 2017. Daher müsste Wall Street um mehr als 10 Prozent in 2021 ansteigen oder durch einen positiven politischen Impuls in Deutschland wie einer Senkung von Unternehmenssteuern ab 2022 eine neue politische Agenda einkehren, die momentan allenfalls Wunschdenken sein kann.

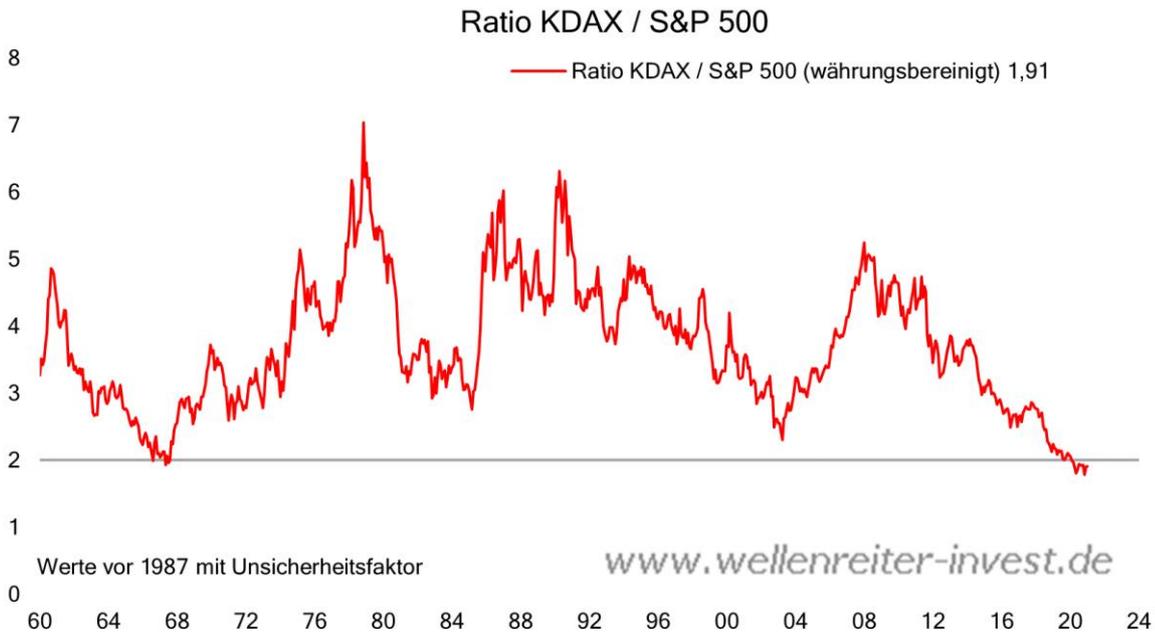


Abb. 5.36: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro

Die Phase der Underperformance Deutschlands gegenüber den USA hält seit Januar 2008 an und ist weiterhin intakt, auch wenn sie sich zuletzt etwas abgeschwächt hat. (oberiger Chart). Diese ist damit knapp 13 Jahre alt und damit ebenso lang wie die vorherige Phase von 1990 bis 2003. Damals brachte der neue Bullenmarkt eine Outperformance Deutschlands mit sich, die sich seit März 2020 bisher nicht erkennen lässt.

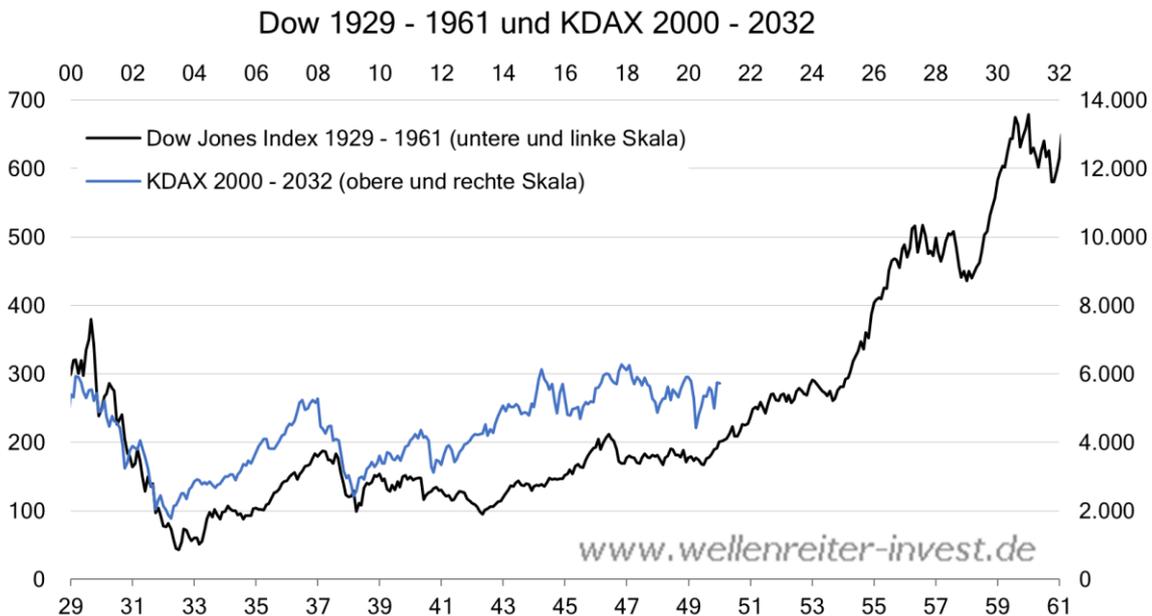


Abb. 5.37: KDAX und Dow

Im Rahmen des Dekadenausblicks hatten wir im Vorjahr auf die ähnlichen Begleitumstände der Auf- und Abschwünge Amerikas nach 1929 und den Vergleich mit dem

DAX ab 2000 hingewiesen. Bei dem Vergleich lagen die wichtigen Hoch- und Tiefpunkte zeitlich sehr eng beieinander und auch die Rezession 2020 in Deutschland passt zur Rezession in den USA 1949. Das zyklische Bild für den DAX wäre demnach für 2021 grundsätzlich positiv, auch wenn eine identische Entwicklung nicht zu erwarten ist.

Als mittelfristiger Indikator haben wir den Gebert-Indikator mit seinen lediglich 4 Komponenten in den täglichen Frühausgaben immer im Rahmen des Monatsausblicks besprochen.

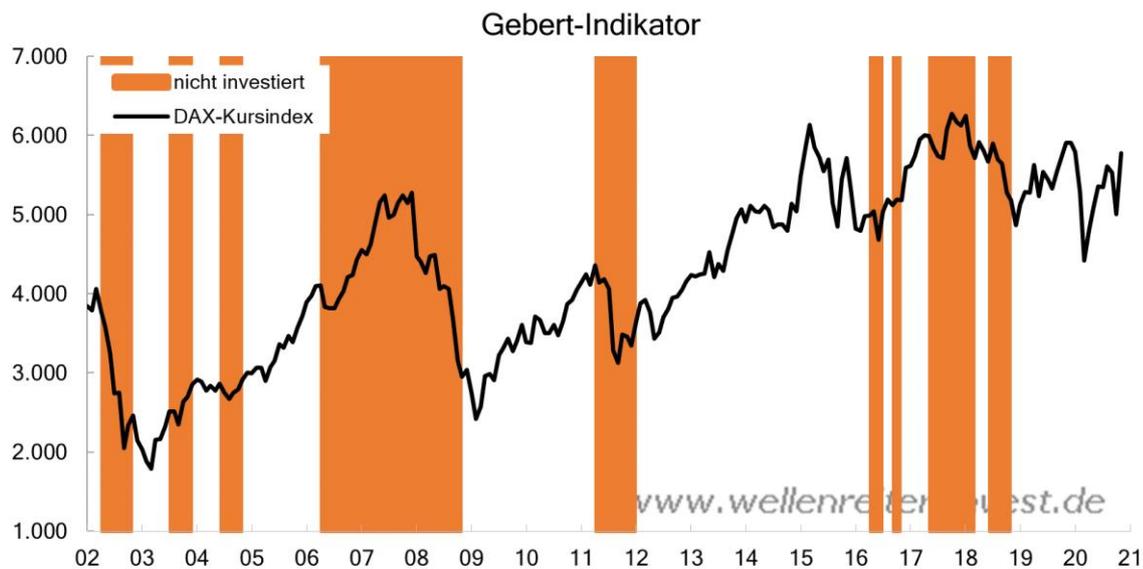


Abb. 5.38: Gebert-Indikator

Dieser mittelfristige Indikator wird mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zum 01. Mai 2021 ein Verkaufssignal liefern. Zu diesem Zeitpunkt dürfte der Euro/US-Dollar ebenso wie die Inflationsrate höher als im Vorjahr notieren, so dass die negativ werdende Saisonalität den entscheidenden dritten Negativpunkt liefert und somit ein Verkaufssignal entstehen wird. Ein erneutes Kaufsignal dürfte erst zum Jahresende möglich werden und hängt zumindest ab November 2021 von der Entwicklung des Euro/US-Dollars ab.

## 5.7.3 Aktienmärkte Asien/Pazifik

### Japan

Der Nikkei 225 zeigt bereits seit 2019 relative Stärke gegenüber dem Währungspaar Dollar/Yen.



Abb. 5.39: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010

Japans Index ist im Hinblick auf den DAX ein Hoffnungsträger für einen Ausbruch auf neue Allzeithochs. Nach drei Kurshochs in den letzten 3 Jahren konnte der Nikkei 225 im vierten Quartal 2020 dynamisch auf neue Allzeithochs ausbrechen.

Der japanische Index folgt weiterhin dem Pfad vergangener Blasen wie dem Dow Jones Index nach 1929 und dem Goldpreis nach 1980, allerdings in seiner eigenen bescheidenen Dynamik.

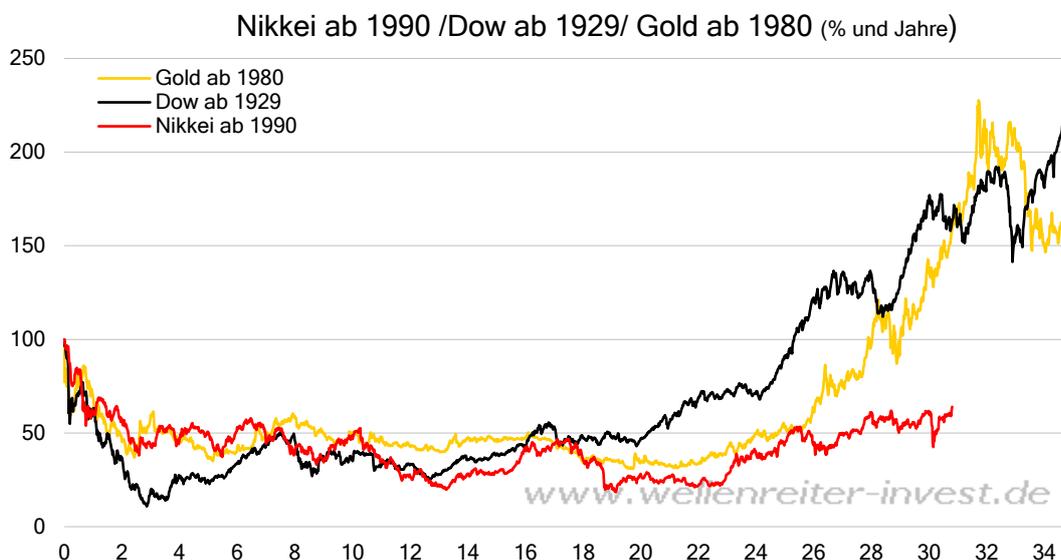


Abb. 5.40: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)

30 Jahre nach einem Blasenhoch notierte der Dow Jones Index ebenso wie der Goldpreis bereits oberhalb der ehemaligen Blasenhochs. Japan ist von diesem Niveau noch beinahe 50 Prozent entfernt. Der Goldpreis toppte durch eine preisliche Beschleunigung im August 2011 und damit nach 31 Jahren und 7 Monaten. Der Dow Jones Index toppte im November/Dezember 1961 nach 32 Jahren und 2 Monaten, bevor eine deutliche Korrektur einsetzte. Hält sich der Nikkei 225 an diese zeitliche Komponente bis zu einem Hochpunkt, dann wäre ausgehend von seinem Hochpunkt im Januar 1990 erst mit einem Hochpunkt im August 2021 oder zu Beginn des neuen Jahres zu rechnen. Da sich die einzelnen Bewegungen im zeitlichen Kontext nicht 1:1 wiederholen, erscheint übergeordnet zunächst der erfolgte Ausbruch valide. Ein Pullback kann erfolgen, übergeordnet sollte sich die Aufwärtsbewegung zunächst noch fortsetzen können.

## China

Eingangs konnten wir feststellen, dass China die Corona-Pandemie wirtschaftlich besser als Europa weggesteckt hat und die Einkaufsmanagerindizes momentan ein überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum indizieren.



Abb. 5.41: Shanghai Composite Index Monatschart

In 2020 gehört Chinas Aktienmarkt auch zu den größeren Gewinnern, er notiert allerdings nur nahe des Hochpunktes vom Januar 2018 – ebenso wie der DAX. Die Hochpunkte von 2007 und 2015 sind weit entfernt. Seit August neigt der chinesische Aktienmarkt wieder zu leichter relativer Schwäche gegenüber den USA und Japan und entwickelt sich nahezu identisch zum DAX. Aus politischer Sicht bleibt die Frage, ob der

neue US-Präsident Biden in der Handelspolitik einen weniger starken Konfrontationskurs gegenüber China fahren wird oder ob er im Kern die Agenda Trumps fortsetzen wird. Da eine Fortsetzung des Kurses erwartet wird, wäre eine veränderte Position ein positiver Faktor für die Börse Chinas, die sich zuletzt im Umfeld der Währungsaufwertung etwas schwächer entwickelt. Da China geldpolitisch nur minimal gelockert hat und in 2021 mit keinen weiteren Lockerungen zu rechnen ist, erscheint eine bedeutende Outperformance des chinesischen Aktienmarktes unwahrscheinlich.

## Indien

Indien ist von Corona stark getroffen, das Hochzinsland hat allerdings geldpolitisch zahlreiche Zinssenkungen vorgenommen. Nachdem bereits im Jahr 2019 5 Zinssenkungsschritte auf 5,15 Prozent erfolgten, setzte sich der Reigen der Zinssenkungen im Jahr 2020 fort. Der Leitzinssatz wurde auf 4 Prozent gesenkt.

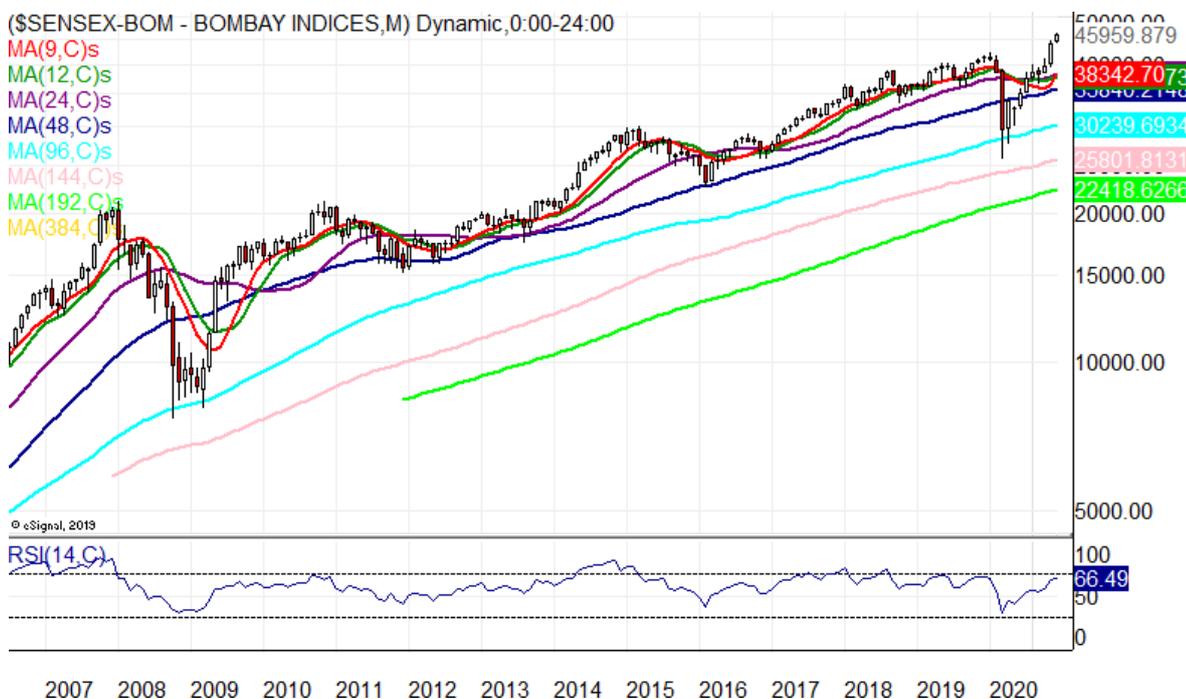


Abb. 5.42: Sensex Monatschart

Der Aktienmarkt haussiert beflügelt durch gesunkene Zinsen und hat längst neue historische Rekordhochs markiert. Die Überwindung der Corona-Pandemie und die Rückkehr einer höheren Inflation machen Indien zu einem der ersten Anwärter auf eine Zinswende. Abseits korrekativer Bewegungen sollte sich der Aufwärtstrend im Jahr 2021 fortsetzen.

## Brasilien

Brasilien ist ebenfalls von Corona sehr stark negativ betroffen. Auch in diesem Hochzinsland hat die Notenbank mit einer Vielzahl an Zinssenkungen den Leitzinssatz auf niedrige 2 Prozent gesenkt. Damit ist der Zinssenkungszyklus beendet. Eine steile Zinsstrukturkurve ist mittlerweile in den meisten Ländern angesichts der Quasi-Eliminierung des Zinses zu einer globalen Seltenheit geworden.

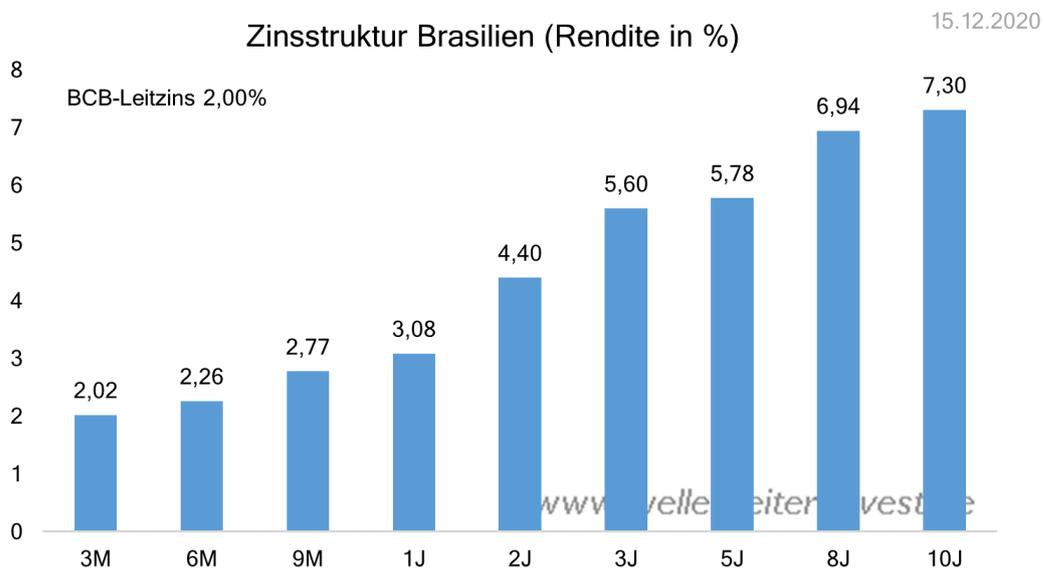


Abb. 5.43: Zinsstruktur Brasilien

In Brasilien existiert eine solche, so dass nach dem Überwinden der Pandemie in Brasilien eine Phase mit überdurchschnittlichem Wachstum und höherer Inflation folgen sollte.

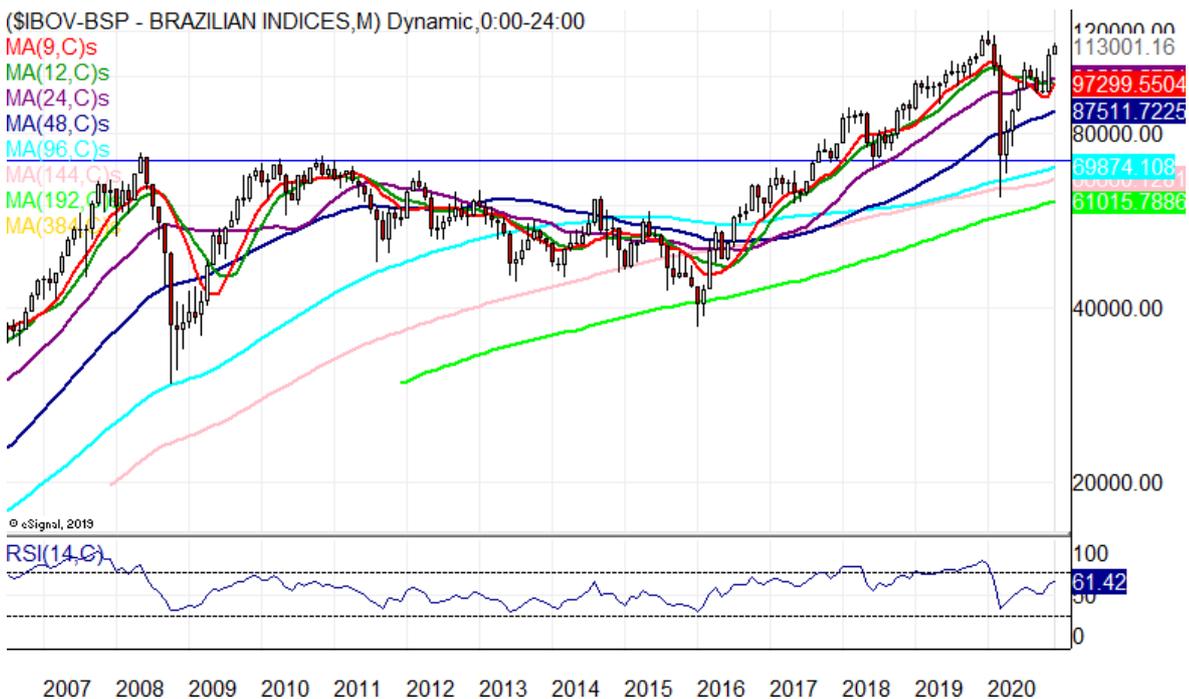


Abb. 5.44: Bovespa Monatschart

Brasilien zeigte im Rahmen der einsetzenden Industrierezession im Januar 2018 bis Januar 2020 relative Stärke und markierte neue Allzeithochs. Der Index notiert knapp unterhalb des Hochs vom Jahresanfang und ist momentan auf globaler Basis kein Outperformer. Allerdings ist das Bild des Aktienmarktes konstruktiv und neue Allzeithochs sind in 2021 zu erwarten.

### **Fazit**

Die Wachstumsimpulse durch eine Vielzahl an Leitzinssatzsenkungen in den Hochzinsländern dürften nach dem Überwinden der Corona-Pandemie diese Volkswirtschaften beflügeln und für eine Phase einiger Quartale überdurchschnittliches Wirtschaftswachstum ermöglichen. Indiens Wachstum und Börse bleiben in der Pole Position der BRIC-Staaten.

## 6. Fazit für den Finanzmarkt

Zum Jahresende 2020 antizipieren die Investoren ein besseres Wirtschaftswachstum und schauen quasi bereits über die Zeit der Pandemie hinweg. Dementsprechend hoch gestaltet sich ihre spekulative Positionierung. Sie investierten nach der Veröffentlichung der Meldung eines wirksamen Impfstoffes im Rekordtempo.

Unser „Ablaufplan“ berücksichtigt den neuen Bullenmarkt seit März 2020, der zu einer homogenen Sektorenbewegung geführt hat. Er orientiert sich am Verlauf des Bullenmarktes ab 1982 und den statistischen Erwartungen aus der Kombination aus Nachwahljahr und Einserjahr.

### *Erstes Quartal*

Auch wenn der Auslöser noch gesucht wird, so wird eine moderate korrektive Bewegung noch vor dem ersten Geburtstag des Bullenmarktes bei Aktien einsetzen. Dies können möglicherweise wirtschaftliche Einschränkungen aufgrund der dritten Welle der Pandemie oder im Falle der Möglichkeit des Durchregierens vom 46. US-Präsident Biden eine Antizipation höherer Unternehmenssteuern sein. Diese Risk-Off-Bewegung erfasst auch die Rohstoffpreise und sorgt für leichte Zuwächse der defensiven Assets wie Staatsanleihen und US-Dollar.

### *Zweites Quartal*

Eine steigende Risikoneigung erfolgt aufgrund der Aufhellung der Wirtschaftsaussichten, die Kapitalmarktbeziehung ist reflationär. Der Goldpreis nimmt an der Aufwärtsbewegung nicht mehr teil und beginnt zu fallen, die nominalen Renditen steigen. Das Aufwärtsmomentum der Aktienmärkte ebbt ab, der Ölpreis nähert sich der Marke von 60 US-Dollar. Die Investoren achten verstärkt auf die Inflationsdaten und hinterfragen die Leitlinie der US-Notenbank.

### *Drittes Quartal*

Das Aufatmen der Menschen und die Freude über die Rückkehr aller Freizeit- und Urlaubsmöglichkeiten wurde von den Investoren bereits im Vorfeld vollständig antizipiert. Im US-Aktienmarkt haben sich in einzelnen Sektoren negative Divergenzen gebildet, die Small und Mid Caps zeigen relative Schwäche und laufen einer größeren korrektiven Bewegung voraus. Der Goldpreis als defensives Investment ist antizyklisch ein Investment wert, während Absicherungen für den Aktienmarkt sinnvoll sind. Die Renditen lassen Luft ab. Der Monat September ist ein Risk-Off-Monat.

### *Viertes Quartal*

Die Schwäche hält bis in den Oktober an, danach stabilisiert sich die Börse. Die reflektierende Bewegung am Kapitalmarkt fällt nicht so stark wie in den Jahren 2019 und 2020 aus, aber immerhin positiv. Die deutsche Börse ist nach der Bundestagswahl Ende September 2021 einen Blick wert, inwiefern eine neue politische Kombination für mehr Dynamik und eine Sonderkonjunktur einsteht, um dem KDAX einen Ausbruch aus der 21jährigen Seitwärtsbewegung zu ermöglichen.

## **7. Unsere 10 Thesen für 2021**

### **1. Das Ende der Corona-Pandemie erleichtert unser Leben ab dem Frühjahr**

Nach der dritten Welle ist das medial omnipräsente Thema langsam auf dem Rückzug. Durch Impfung und mögliche Medikamente kehrt das frühere Leben wieder zurück und sorgt für eine sommerliche Euphorie bei den Menschen.

### **2. Die Volatilität wird im Jahr 2021 sinken und nur temporär die Investoren erschrecken**

Im Rahmen einer korrektiven Phase kann der VIX noch einmal bis 40 ansteigen. Im Trend reduziert sich die Volatilität im Jahresverlauf, auch wenn im Herbst nochmals ein Anstieg möglich ist.

### **3. Die US-Inflationsrate erholt sich V-förmig und steigt in der Spitze auf 3 Prozent an.**

Das Thema Inflation kehrt im 2. Quartal aufgrund des Basiseffektes in das Bewusstsein der Investoren zurück. Der US-Aktienmarkt gerät zum gleichen Zeitpunkt in eine holprige Phase.

### **4. Der Unterstützungskurs der globalen Notenbank nimmt langsam ab**

Die US-Notenbank verhält sich restriktiver als die anhaltenden Wertpapierkaufprogramme der EZB und BOJ im Jahr 2021. Sie weitet ihre Bilanzsumme nur in einem geringen Umfang aus.

### **5. Der Ölpreis erholt sich V-förmig und steigt in der Spitze auf 60 US-Dollar**

Nach einer V-förmigen Erholung handelt der Ölpreis seitwärts und bildet damit ein neues Marktgleichgewicht aus. Öläktien werden im Jahr 2021 eine positive Entwicklung besitzen.

## **6. Der Goldpreis glänzt nur temporär**

Dem Goldpreis gelingt der Sprung auf neue Allzeithochs im Jahr 2021 nicht, die runde Marke von 2.000 US-Dollar ist eine zu hohe Hürde. Allerdings profitiert er im ersten Halbjahr 2021 von einer zunehmenden negativen Realverzinsung.

## **7. Die Rendite zehnjähriger Anleihen verharrt auf niedrigem Niveau**

Die FED versucht sich an der Strategie der impliziten Zinsstrukturkurvenkontrolle, indem sie den Investoren mit ihren weit in die Zukunft reichenden Ausblicken ein Festhalten an der momentanen Leitzinssatzpolitik verspricht.

## **8. Der reflationäre Kapitalmarkttrend hält im ersten Halbjahr 2021 noch an**

Eine korrektive Bewegung wirkt im ersten Quartal deflationär, der preisliche Umfang der Aktienmarktkorrektur bleibt begrenzt. Die Investoren setzen auf die wirtschaftliche Erholung und bleiben daher im „Buy the dip“-Modus.

## **9. Die „Big Points“ im Euro/US-Dollar und im US-Dollar/Yen werden in 2021 nicht nachhaltig übertroffen**

Der Euro/US-Dollar steigt bis auf 1,25/26 an, der US-Dollar/Yen fällt auf die runde Marke von 100. Der Euro/US-Dollar notiert im Jahr 2021 zwischen 1,16 und 1,26. Die jeweiligen Notenbanken intervenieren verbal mit Erfolg.

## **10. Die Wahl in Deutschland bringt eine Veränderung in der Regierung mit sich**

Statt einer großen Koalition aus CDU/CSU und SPD wird Deutschland von CDU/CSU und den Grünen regiert. Die grüne Welle am Kapitalmarkt ist damit auch in der Realpolitik angekommen. Für die Grünen reicht es aber nicht, den Kanzler zu stellen.

## **Disclaimer**

Für die Richtigkeit sämtlicher Inhalte übernimmt Wellenreiter-Invest keine Garantie. Eine Haftung oder Garantie für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Informationen kann daher nicht übernommen werden. Die von Wellenreiter-Invest gelieferten Informationen nutzen Sie auf eigenes Risiko. Wellenreiter-Invest garantiert nicht, dass Sie mit diesen Informationen Handelsprofite generieren oder Handelsverluste limitieren können. Auf keinen Fall kann Wellenreiter-Invest oder Robert Rethfeld oder Alexander Hirsekorn als Autoren für Handels- oder andere Verluste verantwortlich gemacht werden. Wir geben zu bedenken, dass Aktien und insbesondere Optionsscheininvestments grundsätzlich mit Risiko verbunden sind. Der Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Wir weisen darauf hin, dass die Weiterverbreitung oder Wiedergabe von Informationen dieser Seite oder Teilen davon ohne unsere Einwilligung nicht gestattet ist.

## Über uns

Robert Rethfeld betreibt gemeinsam mit Alexander Hirsekorn die Website Wellenreiter-Invest, eine Onlinepublikation für wirtschaftliche, finanzielle und gesellschaftliche Entwicklungen. Hauptprodukt ist ein handelstäglich zu Börsenbeginn (ca. 9:30 Uhr) für Abonnenten erscheinender Börsenbrief („*Wellenreiter-Frühausgabe*“)

Der Börsenbrief ist auf grafische Anschaulichkeit und Erläuterung bedacht. Er konzentriert sich auf die Abhängigkeiten der Märkte, auf Verlaufsvergleiche und Saisonalität, auf Terminmarktdaten, auf zeitliche Muster sowie auf die Positionierung des Smart Money, die mit eigenen Indikatoren gemessen wird.

Ebenfalls Bestandteil unseres Angebots ist unser Abonnentenraum mit den folgenden – meist grafischen - Inhalten: Marktstrukturdaten, Saisonalitäten, Commitment of Traders-Daten und Charts, Verlaufsvergleiche, Relative-Stärke-Muster, Dekadenverläufe, internationale Aktienmärkte.

Wir bieten ein 14tägiges kostenloses Schnupperabo an. Mehr unter [www.wellenreiter-invest.de](http://www.wellenreiter-invest.de). Wir veröffentlichen Einzelstudien und sind auch beratend tätig.

Robert Rethfeld und Alexander Hirsekorn sind Recherchepartner und Autoren für das Börsenmagazin "Smart Investor" und liefern Beiträge und Interviews für diverse TV-Sender (u. a. n-tv, Aktionär-TV) und Online-Seiten (u.a. den ARD-Börsenseiten). Sie stellen ihre Analysen und Schlussfolgerungen regelmäßig in Vorträgen vor. Rethfeld ist Mitglied der Vereinigung technischer Analysten ([VTAD](#))

## Abbildungsverzeichnis

- Abb. 1.1: Pandemien 1918, 1957 und 2020
- Abb. 1.2: Weekly Economic Index
- Abb. 1.3: US-Einkaufsmanager-Indizes
- Abb. 1.4: Markt Eurozone Composite PMI
- Abb. 1.5: IFO-Index und KDAX
- Abb. 1.6: LKW-Maut-Fahrleistungsindex und KDAX
- Abb. 1.7: Caixin China PMI
- Abb. 1.8: Renditen China
- Abb. 1.9: US-Baugenehmigungen
- Abb. 1.10: NAHB-Housing Market Index
- Abb. 1.11: Zinsspanne 10jährige minus 3monatige US-Staatsanleihen
- Abb. 1.12: US-BIP-Wachstum und Zinsspanne
- Abb. 1.13: Inflationsrate Euroraum
- Abb. 1.14: US-Inflationsrate und S&P 500 seit 2000
- Abb. 1.15: 5-Year US-Break-Even-Inflation Inflationsrate
- Abb. 1.16: Inflationsrate USA
- Abb. 1.17: Inflationsrate Euroraum
- Abb. 1.18: US-Geldmengenwachstum M2 (Prozent)
- Abb. 1.19: US-Geldmengenwachstum und Inflationsrate
- Abb. 2.1: EZB APP und PEPP
- Abb. 2.2: EZB-Vermögenswerte
- Abb. 2.3: FED-Vermögenswerte
- Abb. 2.4: Bilanzsummenveränderung EZB und FED
- Abb. 2.5: Zinsen und Dow Jones Index 1930 bis 1960
- Abb. 2.6: Bilanzsummen Zentralbanken 2010-2020
- Abb. 2.7: Bilanzsummen FED, EZB und BoJ gesamt (in Bio USD)
- Abb. 2.8: Fed-Verbindlichkeiten
- Abb. 2.9: EZB-Verbindlichkeiten
- Abb. 2.10: US-Geldmengenwachstum M1
- Abb. 2.11: Bargeld und Geldmenge
- Abb. 2.12: Bargeld in % von M1
- Abb. 2.13: US-Leitzinsentwicklung CME Fed Watch Tool
- Abb. 2.14: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Rendite 10jähriger US-Anleihen
- Abb. 2.15: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen
- Abb. 2.16: Rendite 10jähriger US-Staatsanleihen QE-Phasen
- Abb. 2.17: Netto-Positionierung der Großspekulanten Rendite in 30jährigen US-Anleihen
- Abb. 2.18: Rendite 30jähriger US-Staatsanleihen
- Abb. 2.19: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen europäischer Staaten
- Abb. 2.20: Zinssatz 10jähriger Staatsanleihen Griechenland, Italien, Portugal, Spanien
- Abb. 2.21: Zinssatz Japan (Rendite in Prozent)
- Abb. 2.22: Renditen USA und China
- Abb. 2.23: Zinsstruktur China (Rendite in Prozent)
- Abb. 3.1: US-Dollar-Index seit 1980
- Abb. 3.2: US-Dollar-Index 16-Jahres-Zyklus
- Abb. 3.3: CRB-Index und handelsgewichteter US-Dollar-Index
- Abb. 3.4: Dollar/Yuan langfristig
- Abb. 3.5: Handelsgewichteter US-Dollar-Index versus US-Dollar-Index
- Abb. 3.6: Netto-Spekulation der Großspekulanten im US-Dollar-Index

Abb. 3.7: Saisonaler Verlauf US-Dollar-Index  
Abb. 3.8: Euro, Yen und Yuan vs. US-Dollar  
Abb. 3.9: Big Mac Index  
Abb. 3.10: Euro/Dollar seit 1980  
Abb. 3.11: Realzins-Differenz Deutschland/USA und Kursverlauf Euro/Dollar  
Abb. 3.12: Netto-Positionierung der Großspekulanten im Euro/Dollar  
Abb. 3.13: Euro/USD und S&P 500 seit 2010  
Abb. 3.14: Dollar/Yen Tageschart seit 1990  
Abb. 3.15: Dollar/Yen und Nikkei Index  
Abb. 3.16: Dollar/Yen und Rendite 10jähriger US-Anleihen  
Abb. 3.17: Netto-Positionierung der Großspekulanten in Dollar/Yen  
Abb. 3.18: Realzins-Differenz USA/Japan und Kursverlauf Dollar/Yen  
Abb. 3.19: AUD/USD und Gold  
Abb. 3.20: Kanadischer Dollar und WTI Crude Öl  
Abb. 3.21: Kanadischer Dollar Großspekulanten  
Abb. 3.22: GBP/USD seit 1976  
Abb. 3.23: GBP/USD und EUR/USD seit 2010  
Abb. 3.24: Netto-Positionierung der Großspekulanten im GBP/USD  
Abb. 3.25: Netto-Positionierung der Großspekulanten im CHF/USD  
Abb. 3.26: EUR/CHF  
Abb. 3.27: Bitcoin Open Interest  
Abb. 3.28: Bitcoin Kleinspekulanten  
Abb. 3.29: Bitcoin und Euro/Dollar  
Abb. 3.30: Bitcoin und CRB-Rohstoffindex  
Abb. 3.31: Bitcoin seit 2010  
Abb. 3.32: Bitcoin/Dollar Tageschart  
Abb. 3.33: Bitcoin und S&P 500  
Abb. 4.1: CRB-Index seit 1970  
Abb. 4.2: 30-Jahres-Zyklus Reuters CRB-Index  
Abb. 4.3: CRB-Index und Euro/Dollar seit 1970  
Abb. 4.4: Welt-Erdöl-Verbrauch (Mio. Barrel täglich)  
Abb. 4.5: US-Erdölproduktion seit 1950 (in Mio. Barrel pro Tag)  
Abb. 4.6: Erdöl: Welt-Produktion und Welt-Verbrauch  
Abb. 4.7: Differenz zwischen Öl-Verbrauch und –Förderung und Ölpreis  
Abb. 4.8: WTI Crude Open Interest  
Abb. 4.9: WTI Crude Netto-Positionierung der Großspekulanten/Open Interest  
Abb. 4.10: WTI Crude Preisdifferenz Front-Monat zum Drei-Monats-Kontrakt in Prozent  
Abb. 4.11: Saisonaler Verlauf WTI Crude (in Prozent)  
Abb. 4.12: ONI-Index  
Abb. 4.13: Oceanic Nino Index und WTI-Crude  
Abb. 4.14: WTI Crude Ölpreis seit 1900 (Stand Monatsende)  
Abb. 4.15: WTI Crude Monatschart  
Abb. 4.16: S&P 500 Energy-Sektor Monatschart  
Abb. 4.17: Goldpreis und Realzins  
Abb. 4.18: Saisonaler Verlauf Gold seit 1968 (in Prozent)  
Abb. 4.19: Netto-Positionierung der Großspekulanten / Open Interest im Gold  
Abb. 4.20: XAU-Goldminen-Index  
Abb. 4.21: Gold Monatschart  
Abb. 4.22: Gold und Kupfer  
Abb. 4.23: Netto-Positionierung der Großspekulanten bei Kupfer

Abb. 4.24: ENSO und Weizen  
Abb. 4.25: Weizen saisonal  
Abb. 4.26: Weizen Großspekulanten  
Abb. 4.27: Weizen Monatschart  
Abb. 5.1: Q-Ratio  
Abb. 5.2: Wilshire 5000 zu nominalem US-BIP  
Abb. 5.3: Gewinnrendite Aktien und Anleihen  
Abb. 5.4: Fed-Modell  
Abb. 5.5: Dow Jones Index Verteilung Nachwahljahre (prozentuale Veränderung)  
Abb. 5.6: Zusammensetzung US-Kongress seit 1945  
Abb. 5.7: Dow Jones Index - US-Präsidentschaftszyklus  
Abb. 5.8: Dow Jones Index - Durchschnittsverläufe Nachwahljahre neu gewählte demokratische Präsidenten  
Abb. 5.9: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf Nachwahljahre seit 1897 (Verlauf in Prozent)  
Abb. 5.10: 0er-Jahre (in Prozent)  
Abb. 5.11: Dow Jones Index - Durchschnittsverlauf 0er-Jahre seit 1901  
Abb. 5.12: Dow Jones Index – Durchschnittsverlauf 1er Jahre, die gleichzeitig Nachwahljahre sind  
Abb. 5.13: Verlaufsvergleich Dow Industrial vs. Dow Transport Index  
Abb. 5.14: Neue 52-Wochen-Hochs GD 10 (NYSE) vs. S&P 500  
Abb. 5.15: S&P 500 QE-Phasen  
Abb. 5.16: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index  
Abb. 5.17: NYSE 90%-Tage und Dow Jones Index  
Abb. 5.18: Dow-SMFI vs. Dow Jones Index  
Abb. 5.19: VIX und S&P 500  
Abb. 5.20: Netto-Positionierung der Großspekulanten im VIX  
Abb. 5.21: Equity-Put-Call-Ratio  
Abb. 5.22: Investors Intelligence Zahlen - Bullische Börsenbriefverfasser in Prozent  
Abb. 5.23: Allokation Aktien, Anleihen, Cash (in Prozent, AAI-Umfrage)  
Abb. 5.24: S&P 500-Sektoren  
Abb. 5.25: Idealisierter Konjunkturzyklus  
Abb. 5.26: S&P 500 Monatschart  
Abb. 5.27: S&P 500 – Abstand zur 200-Tage-Linie  
Abb. 5.28: Nasdaq 100 Index Monatschart  
Abb. 5.29: US-Halbleiterindex Monatschart  
Abb. 5.30: Ratio Halbleiterindex zu S&P 500  
Abb. 5.31: Russell 2000 Monatschart  
Abb. 5.32: Russell 2000 / S&P 500 Monatschart  
Abb. 5.33: Euro Stoxx 50 Monatschart  
Abb. 5.34: DAX Monatschart  
Abb. 5.35: KDAX Monatschart  
Abb. 5.36: KDAX / S&P 500 Ratio in Euro  
Abb. 5.37: KDAX und Dow  
Abb. 5.38: Gebert-Indikator  
Abb. 5.39: Dollar/Yen und Nikkei Index Tageschart seit 2010  
Abb. 5.40: Blasenverläufe Nikkei ab 1990/Dow ab 1929/Gold ab 1980 (Prozent und Jahre)  
Abb. 5.41: Shanghai Composite Index Monatschart  
Abb. 5.42: Sensex Monatschart  
Abb. 5.43: Zinsstruktur Brasilien  
Abb. 5.44: Bovespa Monatschart